



Мировые рынки

Неожиданно сильные данные по запасам нефти в США

Недельные данные отчета EIA свидетельствуют об очередном сильном приросте запасов сырой нефти в США (на 2,6 млн барр. до 456 млн барр.), что оказалось неожиданностью для рынков, предполагавших спад запасов в хранилищах в условиях повышения спроса из-за низких цен на энергоносители. Публикация стенограммы FOMC показала, что в целом ястребиные настроения не разделяет большинство членов комитета, которые считают необходимым дальнейшее улучшение ситуации на рынке труда и повышение инфляции. Это снижает вероятность повышения ключевой ставки в сентябре. Доходность 10-летних UST опустилась на 7 б.п. до YTM 2,12%, что связано в большей степени с низким уровнем аппетита к риску, чем ожиданиями по долларовой ставке. В ответ на данные EIA котировки нефти потеряли еще 1 долл. (до 46,9 долл./барр. Brent), вслед за которыми усилилось давление продавцов в сегменте российских евробондов (длинные бумаги Russia 42, 43 подешевели на 50-60 б.п.), сегодня мы ожидаем продолжения коррекции (справедливое значение G-спреда к суверенным бондам Бразилии мы оцениваем на уровне 50 б.п.).

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: плавающая ставка оказалась невостребованной

Результаты аукционов вновь оказались слабыми: из предложенных 10 млрд руб. Минфин разместил всего 6 млрд руб., при этом больший интерес был проявлен к классическим ОФЗ 26216, реализовать объем удалось без премии к рынку (отсечка на уровне YTM 11,21%, сделки на вторичном рынке за день до аукциона проходили с YTM 11,26%). Возможно, интерес был связан с некоторой премией, которую выпуск предлагал к суверенной кривой. Однако ставка на ценовой рост бумаг не реализовалась (доходность бумаг ушла в район YTM 11,29%) из-за очередной волны обесценения рубля (доллар превысил отметку в 67 руб., и пока факторов для отскока нет). Мы сохраняем негативный взгляд на классические ОФЗ (с целью по длинным бумагам YTM 11,5%). Сегодня 26207 котируются с YTM 11,2%.

Очень слабый итог аукциона ОФЗ 29011 обусловлен, по нашему мнению, нежеланием Минфина предоставлять премию к рынку, в то же время интерес к плавающим бумагам есть: спрос составил 7,2 млрд руб., превысив предложение. Сегодня сделки проходят на уровне 101,4-101,3% от номинала, что на 10-20 б.п. ниже уровня отсечения.

Банковская система

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается. См. стр. 2

Вчера ЦБ РФ опубликовал обзор по банковскому сектору за июль, который для большинства банков оказался вновь убыточным: убыток по системе составил 17,4 млрд руб. против прибыли 42,5 млрд руб. месяцем ранее. В результате кредитно-депозитных операций произошел большой отток валютной ликвидности: по нашим оценкам, в размере 4,7 млрд долл. По нашему мнению, если бы ЦБ не приостановил интервенции, уже в начале августа в системе возник бы дефицит валютной ликвидности. Однако риск дефицита по-прежнему сохраняется: падение цен на нефть сужает поступления валюты в страну по экспортному каналу. Также на сентябрь приходится относительно большой объем погашения внешнего частного долга (14 млрд долл.). Как следствие, мы считаем недавнее снижение стоимости валютной ликвидности на локальном рынке временным явлением.

Рынок корпоративных облигаций

Металлоинвест: укрепление рубля не на пользу экспортеру. См. стр. 3

ФосАгро: долговая нагрузка сократилась вдвое за полгода. См. стр. 5

Ростелеком: отчетность не преподнесла сюрпризов

Ростелеком (BB+/-/BBB-) вчера опубликовал результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО, которые оказались несколько лучше прогнозов, также компанией был подтвержден собственный прогноз на 2015 г. Выручка снизилась на 0,7% г./г., рентабельность по OIBDA составила 35,1%, а отношение капвложений к выручке – 15,1%. Чистый долг снизился на 2% кв./кв., а отношение Чистый долг/LTM OIBDA осталось на уровне 1,7х. Руководство ожидает, что по итогам 2015 г. выручка превысит уровень 2014 г., рентабельность по OIBDA будет находиться в диапазоне 33-34%, а отношение капвложений к выручке составит 20%. Помимо этого, Ростелеком объявил, что может выкупить собственные акции у РФПИ примерно за 120 млн долл. С учетом возможного выкупа, уплаты дивидендов за 2014 г. и прогноза на 2015 г., свободный денежный поток должен оказаться приблизительно нулевым, поэтому ожидать серьезных изменений в кредитном профиле до конца года не стоит. Рублевые облигации Ростелекома имеют невысокую ликвидность и котируются с премией 100 б.п. к кривой ОФЗ, что не предполагает потенциал для их ценового роста.

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Всплеск отчислений в резервы съел всю прибыль

Вчера ЦБ РФ опубликовал обзор по банковскому сектору за июль, который для большинства банков оказался вновь убыточным: убыток по системе составил 17,4 млрд руб. против прибыли 42,5 млрд руб. месяцем ранее, что, скорее всего, является следствием повышения отчислений в резервы по плохим кредитам (на резервы было потрачено 183 млрд руб., при этом просроченная задолженность выросла на 122,1 млрд руб. против 71,9 млрд руб. в июне и 112,7 млрд руб. в мае).

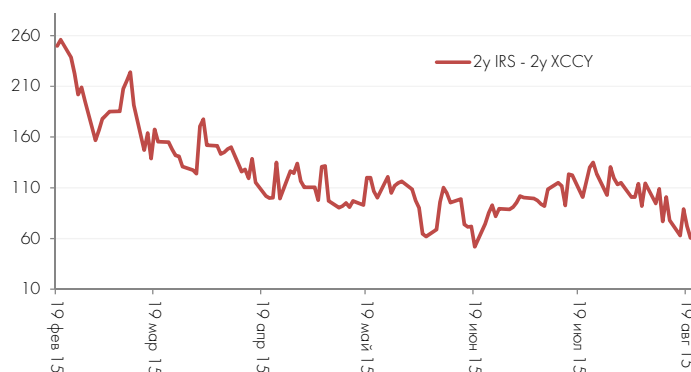
Со счетов корпораций ушел большой объем валютной ликвидности...

В результате кредитно-депозитных операций произошел большой отток валютной ликвидности: по нашим оценкам, в размере 4,7 млрд долл., что стало следствием изъятия валюты со счетов юрлиц (+3,1 млрд долл. с расчетных счетов и 1,2 млрд долл. с депозитов), при этом в валютное кредитование ушло всего 0,5 млрд долл. Такой отток валютной ликвидности со счетов юрлиц выглядит высоким в сравнении с объемом погашений внешнего корпоративного долга (3,2 млрд долл. в июле, по данным ЦБ РФ). По-видимому, часть средств ушла в ЦБ вместе с валютными интервенциями (их объем составил 3,96 млрд долл.). Обязательства перед банками-нерезидентами сократились всего на 0,4 млрд долл. Приток валютных вкладов уменьшился почти до нуля, что соответствует динамике процентных ставок по ним. В результате, по нашим оценкам, в июле запас валютной ликвидности в банковской системе сократился на 5,5 млрд долл. (в частности, на 5,7 млрд долл. снизился остаток на корсчетах в иностранных банках).

... повысив риск возникновения дефицита валютной ликвидности в сентябре

По нашему мнению, если бы ЦБ не приостановил интервенции, уже в начале августа в системе возник бы дефицит валютной ликвидности. Однако риск дефицита по-прежнему сохраняется: падение цен на нефть сужает поступления валюты в страну по экспортному каналу. Также на сентябрь приходится относительно большой объем погашения внешнего частного долга (14 млрд долл.). Как следствие, мы считаем недавнее снижение стоимости валютной ликвидности на локальном рынке временным явлением.

Снижение стоимости валюты является временным



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рублевое кредитование, наконец, отреагировало на снижение ключевой ставки

В рублевой части баланса, наконец, появилась кредитная активность (по-видимому в ответ на снижение ключевой ставки ЦБ): объем корпоративных кредитов вырос на 250 млрд руб. (+1,3% м./м.). Также некоторое оживление наблюдалось и в розничном сегменте (основную поддержку оказывает государственное субсидирование процентной ставки по ипотеке). Рублевые средства поступили на счета физлиц в размере 185 млрд руб., в то время как приток на счета корпоративных клиентов был нулевым. В результате кредитно-депозитных операций запас рублевой ликвидности сократился, однако накопленной ликвидности (в частности, в июне был избыток на корсчетах в ЦБ) оказалось достаточно для дальнейшего снижения рублевой задолженности перед ЦБ (на 333 млрд руб. до 4,6 трлн руб.).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Металлоинвест: укрепление рубля не на пользу экспортеру

Результаты оцениваем
нейтрально

Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. и 1П 2015 г., которые мы оцениваем нейтрально. Сокращение во 2 кв. EBITDA и рентабельности по EBITDA (-10% и -2,5 п.п. кв./кв.) обусловлено преимущественно укреплением рубля (+15% кв./кв.), а также продолжившимся (хотя и менее выраженным (-6% кв./кв. против -16% кв./кв. в 1 кв.) в результате временного отскока цен) снижением цен на железорудное сырье (ЖРС). Долговая нагрузка во 2 кв. незначительно повысилась до 2,1x с 2,05x Чистый долг/EBITDA LTM. Краткосрочный долг (413 млн долл.) полностью покрывается накопленными денежными средствами (533 млн долл.). Ближайшее крупное погашение приходится на июль 2016 г. - евробонд METINR 16 номиналом 750 млн долл., среди источников его погашения/рефинансирования могут быть доступные невыбранные кредитные линии в объеме 0,7 млрд долл.

После отчетной даты (в июле 2015 г.) компания рефинансировала кредит Rabobank, увеличив срок до погашения на 2 года (с июля 2015 г.- октября 2016 г.), а также привлекла новое предэкспортное финансирование на 750 млн долл. с погашением в 2017-2022 гг., из них 515 млн долл. уже направлено на частичное рефинансирование PXF, привлеченного в 2014 г., остаток средств, по данным менеджмента, может быть направлен также на рефинансирование METINR 16.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	2П 2014	изм.
Выручка	1 200	1 238	-3%	2 438	2 834	-14%
EBITDA	414	458	-10%	872	868	0%
Рентабельность по EBITDA	34,5%	37,0%	-2,5 п.п.	35,8%	30,6%	+5,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	340	177	+92%	517	-483	-
Операционный поток	н/д	н/д	-	633	578	+9%
Инвестиционный поток, в т.ч.	н/д	н/д	-	-80	-142	-44%
Капвложения	104	94	+11%	198	308	-36%
Финансовый поток	н/д	н/д	-	-511	-550	-7%

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 207	4 137	+2%	4 734	-11%
Краткосрочный долг	413	414	0%	644	-36%
Долгосрочный долг	3 794	3 723	+2%	4 091	-7%
Чистый долг	3 675	3 826	-4%	4 185	-12%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,1x	2,05x	-	2,1x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки
обусловлено
динамикой цен

Выручка во 2 кв. снизилась на 3% кв./кв. до 1,2 млрд долл. кв./кв. Рост объемов отгрузки в целом на 3% кв./кв. (железная руда +8%, окатыши +2%, ГБЖ/ПВЖ +1%, товарный чугун -6%, стальная продукция -2%) и укрепление рубля были нивелированы снижением мировых цен на сталь и на ЖРС (-6% кв./кв. до 58,5 долл./т). Причем если бы не временный отскок цен на ЖРС в мае-июне, падение было бы более выраженным. За последние полтора месяца цена просела в среднем еще на 8,5% до 53,5 долл./т.

Динамика цен на железную руду, Fe 62%, CFR Циньдао, долл./т



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Давление на рентабельность оказало укрепление рубля и снижение цен

Показатель EBITDA во 2 кв. снижался опережающими выручку темпами: -10% кв./кв. до 414 млн долл. преимущественно за счет укрепления рубля и снижения цен. Себестоимость на единицу продукции, по нашим оценкам, выросла на 9% кв./кв. Отметим, что доля металлургического сегмента в EBITDA снизилась существенно с 39% в 1 кв. до 20% во 2 кв. В абсолютном выражении прибыль этого сегмента, по нашим расчетам, просела более чем вдвое до 81,7 млн долл. (давление также оказало снижение мировых цен на сталь, т.к. около 70% металлопродукции компании идет на экспорт). В горнорудном сегменте показатель EBITDA сократился на 16% кв./кв. (до 220 млн долл.). В итоге рентабельность горнорудного сегмента упала за 2 кв. с 48% до 39%, металлургического сегмента - с 30% до 14%, общий показатель снизился с 37% до 34,5%.

Операционного потока достаточно для капвложений

Капвложения во 2 кв. выросли на 11% кв./кв., всего за 1П было освоено 50% инвестбюджета на 2015 г. (400 млн долл.). Эти инвестиции были профинансированы из операционного денежного потока (633 млн долл. за 1П). Около половины средств бюджета 2015 г. будет направлено на строительство ЦГБЖ-3. Запуск планируется в конце 2016 г. - начале 2017 г. На покупку оборудования для этого проекта компания привлекла ЕСА-финансирование на 300 млн долл.

Среди краткосрочных бондов, на наш взгляд, METINR 16 с YTM 4% является лучшей альтернативой CHMFRU 16 (премия между ними более 100 б.п.). В сравнении с METINR 20 (YTM 7,5%) мы считаем более интересными бумаги AFKSRU 19 (YTM 7,7%), которые имеют меньший кредитный риск (долговая нагрузка корпоративного центра ниже). Однако в текущих условиях мы не ожидаем ценового роста российских бондов.

Ирина Ализаровская
 irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
 +7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай
 denis.poryvay@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9843

ФосАгро: долговая нагрузка сократилась вдвое за полгода

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+) опубликовал хорошие результаты за 2 кв. 2015 г. Несмотря на то, что существенное укрепление рубля во 2 кв. и снижение цен на азотные удобрения привели к падению EBITDA на 31% кв./кв., результаты существенно лучше, чем годом ранее. Более того, в силу существенного ослабления рубля уже в 3 кв. рентабельность ФосАгро может восстановиться к уровню 1 кв.

Выручка упала на 13% кв./кв. до 43,5 млрд руб., при этом показатель EBITDA сократился до 16,9 млрд руб. при рентабельности в 39% против 49% в 1 кв. и 28% во 2 кв. 2014 г. Кроме того, чистый операционный денежный поток за квартал не изменился за счет сезонного высвобождения оборотного капитала и составил 16,4 млрд руб., что по-прежнему существенно превышает инвестиционные затраты в размере 8,7 млрд руб.

Как мы и ожидали, после роста долговой нагрузки до пикового значения 2,5x Чистый Долг/EBITDA в конце 2014 г., в течение 1 полугодия произошло постепенное снижение до 1,2x за счет роста рентабельности. С учетом роста финансовых показателей и продолжающейся девальвации рубля цель компании по снижению долговой нагрузки ближе к 1,0x EBITDA выглядит реалистично, на наш взгляд.

Мы не видим торговых идей в бондах PHORRU 18, их дисконт к выпуску URKARM 18 более 100 б.п. представляется нам справедливым.

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9842

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.