

Пульс рынка

- **Рост рынков акций сдерживается страхом скорого сворачивания стимулов.** Несмотря на в целом слабую макростатистику (экономики большинства как развитых, так и развивающихся стран переживают либо стагнацию, либо спад), рынки акций продолжают обновлять исторические максимумы. Такая диспропорция между динамикой фундаментальных показателей и индексов акций обусловлена программой количественного смягчения, проводимой ФРС и которую недавно также стал активно реализовывать ЦБ Японии. Одни эксперты считают, что основным риском для глобальной экономики является замедление инфляции или даже дефляция (в некоторых странах) в сочетании со стагнацией, поэтому нужно расширение экономических стимулов. Кроме того, есть мнение, что снижение уровня безработицы в США обусловлено лишь методологией расчета рабочей силы (исключаются те безработные, которые трудоспособны, но по каким-то причинам перестали искать работу). Другие же видят в текущей политике ФРС угрозу создания ложных стимулов (доходности "мусорных" бондов находятся на минимумах) у неэффективных экономических агентов, которые перевешивают позитивный эффект (большая часть ликвидности из-за нарушения трансмиссионных механизмов остается на финансовых рынках). Естественно, что сейчас инвесторы очень чувствительно реагируют на любые сигналы в отношении QE. В этой связи большое значение имеет завтрашнее выступление Б. Бернанке перед Конгрессом с анализом американской экономики (также будет опубликована стенограмма с последнего заседания FOMC). Главе ФРС необходимо быть очень осторожным, чтобы сохранить шаткое равновесие на финансовых рынках: любой намек на сворачивание стимулов, скорее всего, станет катализатором для игры на понижение. Суверенные бонды РФ выглядят хуже рынка: с конца прошлой недели выпуск Russia 42 подешевел на 0,8 п.п., в то время как Brazil 42 всего на 15 б.п., что, скорее всего, связано с ожиданием выхода РФ на "первичку" в ближайшее время. Сегодня мы ждем бокового движения рынков.
- **ЦБ подтвердили статус?** На днях Д. Медведев поставил точку в дискуссии о необходимости сделать ЦБ ответственным за экономический рост (в дополнение к основной функции по контролю над инфляцией). Напомним, что с такой инициативой, которая впоследствии не была поддержана Минфином, выступало Минэкономразвития. По информации агентства Прайм, поправок по надделению ЦБ как будущего финансового мегарегулятора дополнительными полномочиями по обеспечению экономического роста в рамках подготовки соответствующего законопроекта (на рассмотрении в Госдуме) не будет. Как заявил премьер, "коррективы не должны привести к смещению ЦБ в существующей системе управления экономикой", и "статус и задачи ЦБ не изменятся - это консолидированная позиция президента, правительства и ЦБ". Мы и раньше предполагали, что исключительная приоритетность задачи по контролю над инфляцией и функционал ЦБ в конечном итоге не будут изменены. Иначе это стало бы отклонением от общепринятой практики, но едва ли оказало бы желаемый эффект на экономику. К настоящему моменту среди участников рынка все же распространились опасения относительно формирования законодательной почвы для более мягкой монетарной политики в будущем. Развенчание этих опасений на правительственном уровне не может не радовать и служит позитивным сигналом, в т.ч. и для иностранных инвесторов, для которых последовательность и прозрачность политики ЦБ является одним из ключевых ориентиров для принятия решений об инвестициях.
- **Moody's позитивно смотрит на МТС (BB/Ba2/BB+).** Прогноз по рейтингу (Ba2) был повышен со стабильного на позитивный. Основанием стали хорошие операционные и финансовые показатели оператора, несмотря на усиление конкуренции на мобильном рынке РФ. Отметим, что самый высокий рейтинг МТС присвоен Fitch на уровне BB+. Размещенные в начале апреля рублевые облигации МТС БО-1 (УТР 8,29% @ март 2018 г. = ОФЗ + 207 б.п.) предлагают минимальную премию к корпоративным бумагам 1-го эшелона (например, 10-20 б.п. к близким по дюрации выпускам Мегафон-6,7), т.е. уже учитывают возможное повышение рейтинга.

Темы выпуска

- Северсталь: Америка поддержала результаты

Северсталь: Америка поддержала результаты

Результаты оцениваем умеренно позитивно

Северсталь (BB+/Ba1/BB) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка относительно предыдущего квартала росла во всех дивизионах компании, причем в Северсталь Российская Сталь и Severstal International - за счет роста физических объемов реализации, а в сырьевом дивизионе - за счет заметного повышения цен на железорудное сырье (ЖРС). Рентабельность по EBITDA увеличилась на 1,5 п.п. кв./кв. до 12,8% благодаря улучшению маржи сырьевого сегмента в результате роста цен реализации ЖРС при снижении его производственной себестоимости, а также повышению эффективности американского дивизиона за счет больших объемов производства/продаж (эффект масштаба).

Риски рефинансирования минимальны

Краткосрочный долг за 1 кв. снизился на 458 млн долл. до 924 млн долл. за счет рефинансирования выпусков биржевых облигаций Северсталь БО-2, БО-4 евробондом Severstal 2018 на 600 млн долл. Остальную часть краткосрочного долга (около 50% которого представлена евробондом Severstal, 2013 с погашением в июле) компания планирует погасить из накопленных денежных средств (1,55 млрд долл.). Отметим, что в качестве альтернативы могут быть использованы имеющиеся невыбранные кредитные линии в объеме 1,1 млрд долл. В 2014 г. и 2015 г. компании предстоит погасить относительно незначительные суммы - 527 млн долл. и 44 млн долл., соответственно.

Повышение долговой нагрузки продолжилось

Отношение Чистый долг/LTM EBITDA по итогам 1 кв. составило 2,1x (1,9x на начало года) при действующих ковенантах по кредитам выше 3,0x. Напомним, что целевым для компании является уровень 1,5x Чистый долг/EBITDA.

Ключевые финансовые показатели Северстали

| в млн долл., если не указано иное | 1 кв. 2013 | 4 кв. 2012 | изм. | 1 кв. 2012 | изм. |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|
| Выручка | 3 322 | 3 116 | +7% | 3 679 | -10% |
| Валовая прибыль | 697 | 640 | +9% | 863 | -19% |
| Валовая рентабельность | 21,0% | 20,5% | +0,5 п.п. | 23,5% | -2,5 п.п. |
| ЕБИТДА | 425 | 351 | +21% | 565 | -25% |
| Рентабельность по EBITDA | 12,8% | 11,3% | +1,5 п.п. | 15,4% | -2,6 п.п. |
| Чистая прибыль | 50 | -142 | - | 462 | -9,2x |
| Операционный поток | 109 | 328 | -67% | 354 | -69% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | -293 | -486 | -40% | 73 | - |
| Капвложения | -289 | -469 | -38% | -258 | +12% |
| Финансовый поток | 23 | -249 | - | -149 | - |

| в млн долл., если не указано иное | 31 марта 2013 | 31 дек. 2012 | изм. |
|-----------------------------------|---------------|--------------|------|
| Совокупный долг, в т.ч. | 5 738 | 5 710 | 0% |
| Краткосрочный долг | 924 | 1 382 | -33% |
| Долгосрочный долг | 4 815 | 4 327 | +11% |
| Чистый долг | 4 186 | 3 983 | +5% |
| Чистый долг/EBITDA LTM* | 2,1x | 1,9x | - |

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла во всех сегментах

Выручка в 1 кв. 2013 г. выросла на 7% кв./кв.: в российском стальном дивизионе +5% кв./кв. до 2 млрд долл. (на фоне роста объемов продаж и снижения цены реализации на 6% кв./кв.), в американском дивизионе +15% кв./кв. до 930 млн долл. (за счет сезонного увеличения объемов продаж при стабильной цене реализации) и в сырьевом сегменте +2% кв./кв. до 684 млн долл. (благодаря резкому всплеску цен на ЖРС (+27% кв./кв. на Олконе и +22% кв./кв. на Карельском окатыше) при стабильной цене на коксующийся уголь в РФ (Воркутауголь) и снижении цен на 13% в США (PBS Coals)).

Повышение рентабельности благодаря увеличению маржи ЖРС и эффективности американского дивизиона

Повышение рентабельности по EBITDA на 1,5 п.п. до 12,8% было обеспечено преимущественно сырьевым сегментом, в котором этот показатель вырос с 20% до 28% на фоне заметного роста цен на ЖРС и снижения его себестоимости кв./кв. до нормальных значений. При этом маржа производства концентрата коксующегося угля сократилась как на Воркутаугле из-за повышения себестоимости на 29% кв./кв. (низкие объемы добычи) при стабильных ценах, так и на PBS Coals из-за падения цены реализации на 13% кв./кв.

Поддержку рентабельности также оказал дивизион Severstal International, в котором за счет роста объемов произошло повышение эффективности, и маржа EBITDA достигла 5% против 0,7% кварталом ранее. В российском стальном дивизионе рентабельность снизилась с 10,6% до 9,5% из-за падения цен реализации в среднем на 6% кв./кв.

Цены на сталь опять идут на снижение

По данным менеджмента, цены на г/к прокат и слябы повышались в 1 кв. относительно низкого декабрьского уровня в среднем на 8,5-9,5%, однако затем они опять начали снижаться, нивелировав половину или даже две трети этого роста.

Рост спроса ожидается со стороны строительного и трубного секторов

В целом же менеджмент оценивает, что рост потребления металлопродукции в 2013 г. составит 2-3% г./г. благодаря улучшению спроса со стороны российского строительного сектора, а также реализации ряда трубных проектов, в частности, строительства трубопровода Южный поток.

Заметное увеличение оборотного капитала в 1 кв.

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале практически остался на уровне предыдущего квартала - 277 млн долл. Однако инвестиции в оборотный капитал (168 млн долл., в основном увеличение дебиторской задолженности в результате значительных отгрузок в марте) привели к сокращению чистого операционного потока на 67% кв./кв. до 109 млн долл.

Сарех на 2013 г. подтвержден на том же, достаточно высоком уровне

Капвложения в 1 кв. составили 289 млн долл., а план на год - 1,3 млрд долл. По информации менеджмента, этот объем капзатрат уже корректироваться не будет, однако, в следующем году возможно его снижение в зависимости от конъюнктуры рынка. По нашим оценкам, капвложения в 2013 г. могут быть профинансированы из операционного денежного потока и частично из накопленных денежных средств.

Нейтральный взгляд на бумаги эмитента

Рублевых облигаций эмитента в обращении нет. Наша рекомендация продавать евробонды Северстали и покупать бумаги ВымпелКома оправдалась: бумаги CHMFRU 17 подешевели на 2 п.п., а бонды VIP 18 напротив подорожали на 1 п.п., в результате дисконт (50 б.п.) между ними превратился в премию (15 б.п.). Также подешевели и длинные CHMFRU 22 и сейчас котируются с премией (8 б.п.) к VIP 23. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на бумаги Северстали.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

| | |
|---------------|------------|
| Alliance Oil | Новатэк |
| Башнефть | Роснефть |
| БКЕ | Татнефть |
| Газпром | ТНК-ВР |
| Газпром нефть | Транснефть |
| Лукойл | |

Транспорт

| | |
|------------|-------------------|
| Аэрофлот | Трансконтейнер |
| НМТП | ЮТэйр |
| Совкомфлот | Brunswick Rail |
| Трансаэро | Globaltrans (НПК) |

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

| | |
|--------|-----------|
| X5 | Синергия |
| Магнит | Черкизово |
| О'Кей | |

Машиностроение

| | |
|----------------|---------|
| Гидромашсервис | Соллерс |
| КАМАЗ | |

Строительство и девелопмент

| | |
|------------|-----|
| ЛенСпецСМУ | ЛСР |
|------------|-----|

Финансовые институты

| | |
|-----------------------------|-----------------------|
| Абсолют Банк | Банк Центр-инвест |
| АИЖК | ВТБ |
| Альфа-Банк | ЕАБР |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк | Газпромбанк |
| Банк Русский Стандарт | КБ Восточный Экспресс |
| Банк Санкт-Петербург | КБ Ренессанс Капитал |

Металлургия и горнодобывающая отрасль

| | |
|----------------------|-------------|
| АЛРОСА | Распадская |
| Евраз | РМК |
| Кокс | Русал |
| Металлоинвест | Северсталь |
| ММК | СУЭК |
| Мечел | ТМК |
| НЛМК | Uranium One |
| Норильский Никель | |

Телекоммуникации и медиа

| | |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | ПрофМедиа |
| МТС | Ростелеком |
| Мегафон | Теле2 |

Химическая промышленность

| | |
|---------|-------|
| Акрон | СИБУР |
| ЕвроХим | |

Электроэнергетика

| | |
|------------|----------|
| Энел ОГК-5 | МОЭСК |
| Ленэнерго | РусГидро |
| Мосэнерго | ФСК |

Прочие

| |
|-------------|
| АФК Система |
|-------------|

| | |
|------------|----------|
| ЛОКО-Банк | Сбербанк |
| МКБ | ТКС Банк |
| НОМОС Банк | ХКФ Банк |
| ОТП Банк | |

| |
|---------------|
| Промсвязьбанк |
| РСХБ |

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

ЗАО «Райффайзенбанк»

| | |
|---------|--------------------------------|
| Адрес | 119071, Ленинский пр-т, д. 15А |
| 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. 1706 |
| Рита Цовян | | (+7 495) 225 9184 |

Продажи

| | | |
|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Анастасия Евстигнеева | | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин | | (+7 495) 721 9978 |
| Александр Христофоров | | (+7 495) 775 5231 |

Торговые операции

| | | |
|---------------------|--|-------------------|
| Александр Дорошенко | | (+7 495) 721 9900 |
| Вадим Кононов | | (+7 495) 225 9146 |

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 |
| Мария Мурдяева | | (+7 495) 221 9807 |
| Елена Ганушевич | | (+7 495) 721 9937 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.