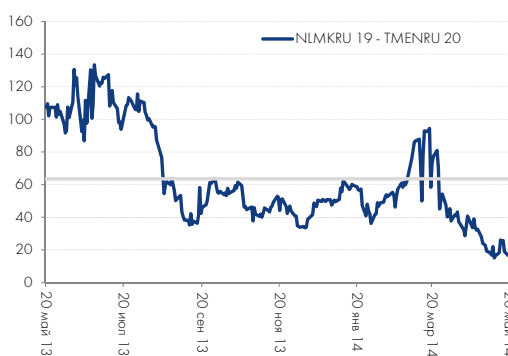
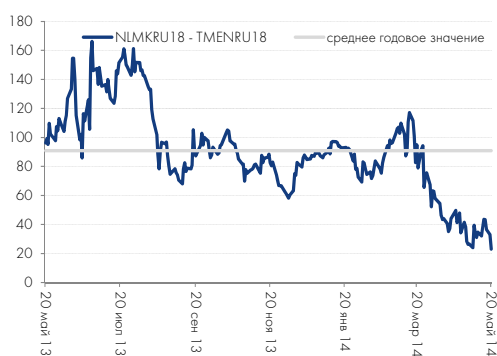


## Пульс рынка

- ▶ **Америка опять "ушла в минус"**. Слова главы ФРБ Филадельфии Ч. Пlossера о том, что ФРС придется приступить к повышению ставок "скорее раньше, чем позже", учитывая наметившееся оживление на рынке труда, способствовали повышению "медвежьих" настроений. Американские индексы акций просели на 0,7%, доходность 10-летних UST опустилась до YTM 2,5%. Российские евробонды демонстрировали небольшую понижательную коррекцию после опережающего роста накануне. Сегодня наибольший интерес представляет публикация протокола с последнего заседания FOMC.
- ▶ **Минфин удлинит предложение**. Сегодня будут предложены 14-летние ОФЗ 26212 на 10 млрд руб., которые вчера котировались внутри диапазона YTM 8,93-8,97%. Размещенные в прошлую среду 9-летние ОФЗ 26215 за неделю подорожали на 40 б.п., что вместе с укреплением рубля (на 20 коп. до 40,27 руб. по корзине) создает позитивный фон для аукциона. Предложение именно длинных ОФЗ обусловлено плоской формой кривой госбумаг, что связано, главным образом, с низким объемом размещения (и планом, см. наш вчерашний комментарий), также присутствуют ожидания снижения инфляции в среднесрочной перспективе, а вслед за ней - и ключевой ставки ЦБ. Мы считаем, что Минфину удастся реализовать весь объем на уровне YTM 8,95%. Тем не менее, лучшей альтернативой ОФЗ являются негосударственные выпуски 1-го эшелона, среди которых наиболее недооценены рублевые евробонды GPBRU15 (YTM 10,7%), RSHB 16 (YTM 11,3%), включенные в список РЕПО ЦБ.
- ▶ **НЛМК (BB+/Baa3/BBB-): сильное начало года**. Результаты компании по US GAAP за 1 кв. 2014 г. произвели на нас позитивное впечатление. Выручка выросла на 5% кв./кв. до 2,64 млрд долл. при росте продаж на 8,4% кв./кв. до 3,87 млн тонн, главным образом, за счет увеличения экспорта на 10% кв./кв. Кстати говоря, цены в США и ЕС (38,5% всех продаж НЛМК) на горячекатаный прокат, соответственно, на ~50% и ~20% выше, чем в РФ. Благодаря ослаблению рубля (в среднем на 8%, консолидированная себестоимость стали на липецкой площадке сократилась на 11% до 310 долл./т) рост EBITDA (+14% кв./кв. до 468 млн долл.) опередил динамику выручки, рентабельность по EBITDA составила 17,7% (+1,4 п.п.). По уровню рентабельности за 1 кв. НЛМК практически не уступает Северстали (17,8%). Из-за практически нулевых инвестиций в оборотный капитал (106 млн долл. в 4 кв.) операционный денежный поток оказался почти в 2 раза выше кв./кв. (401 млн долл.), а на CAPEX было потрачено лишь 131 млн долл. Остаток средств был направлен на погашение долга (147 млн долл.). Банковские депозиты и прочие краткосрочные финансовые вложения (в т.ч. займы, выданные зависимой компании NLMK Belgium Holding S.A., на 68 млн долл.) составили 255 млн долл., денежные средства и их эквиваленты сократились на 140 млн долл. до 830 млн долл. В результате Чистый долг в абсолютном выражении снизился на 15% кв./кв. до 2,3 млрд долл., а в отношении к LTM EBITDA с 1,8x в 4 кв. до 1,39x. НЛМК имеет более низкую долговую нагрузку, чем Северсталь, но по совокупности прочих показателей мы считаем, что Северсталь ничем не уступает НЛМК. Как следствие, по нашему мнению, почти нулевой спред CHMFRU 18 - NLMKRU 18 является оправданным. В то же время бонды и Северстали, и НЛМК выглядят дорого в сравнении с кривой Газпрома/Роснефти, которые продолжают нести повышенную премию за "украинский" риск (риск введения экономических санкций). Мы рекомендуем продавать бонды НЛМК в пользу бумаг Роснефти.

**Бонды НЛМК котируются почти без премии к кривой Газпрома/Роснефти**



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

## Темы выпуска

- ▶ Промышленная иллюзия
- ▶ ФосАгро: капзатраты под контролем

## Промышленная иллюзия

**Рост промышленности в апреле ускорился...**

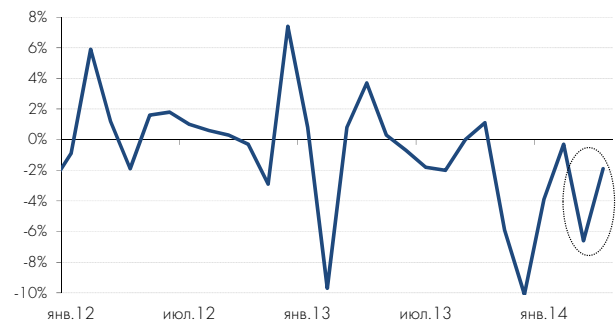
**...но временно и лишь благодаря разовому "отскоку" в энергетике**

Опубликованные Росстатом данные по промпроизводству за апрель визуально снова оказались весьма позитивными: темпы роста выпуска г./г. увеличились с 1,4% до 2,4% (см. график). Основная причина ускорения связана с восстановлением в категории «производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Годовые темпы роста этого показателя, хотя и остались отрицательными, повысились с -6,6% в марте до -1,9% в апреле (см. график), что, по нашим оценкам, обеспечило около 70% улучшения общего индекса промышленности за этот период. Напомним, что низкие показатели генерации энергии в марте объяснялись нетипично теплой для данного времени года погодой. Но уже в апреле этот эффект сошел на нет, и теперь темпы роста производства и распределения электроэнергии, газа и воды почти соответствуют уровням 2013 г. (-2,5%).

**Промпроизводство и обрабатывающая промышленность, темпы роста г./г.**



**Производство и распределение электроэнергии, газа и воды, темпы роста г./г.**



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Из остальных секторов какое-либо улучшение демонстрирует лишь металлургия, но оно, скорее всего, временно...**

Если не принимать во внимание фактор погоды, то итоговые темпы роста промпроизводства уже не показались бы столь же высокими (<2% г./г., наша оценка), и какое-либо улучшение можно было бы связывать только с некоторым повышением показателей обрабатывающей промышленности (в апреле +3,9% г./г. против +3,5% г./г. в марте). Но необходимо отметить, что уже три месяца подряд годовые темпы роста в этой категории держатся выше 3%, что, однако, может быть отчасти обусловлено и статистическими причинами: сравнение с низкой базой начала 2013 г. Тем не менее, такая динамика все же удивительна, поскольку таких высоких темпов не наблюдалось с конца 2012 г., и это слабо согласуется с неудовлетворительной динамикой инвестиций в основной капитал и внешней экономической и геополитической неопределенностью. Можно было бы предположить, что на такое улучшение оказало определенное позитивное влияние ослабление рубля. Но это не слишком хорошее объяснение, учитывая, что курсовой эффект, связанный с импортозамещением не может проявляться так быстро (и позитивных изменений структуры импорта мы не наблюдаем), тогда как значимого ускорения роста экспорта в феврале-марте 2014 г. (данные за апрель еще не доступны) также не прослеживалось.

**...на фоне падения инвестиций и ожидаемого ухудшения в потребительском секторе мы прогнозируем замедление роста промпроизводства в ближайшие месяцы**

Если посмотреть на компоненты обрабатывающей промышленности, то какое-либо значимое улучшение в апреле продемонстрировала только металлургия. Впрочем, устойчивого восстановления в этой отрасли в ближайшее время мы не прогнозируем, основываясь как на неблагоприятной ценовой конъюнктуре в этом сегменте, ограниченности внешнего спроса, так и на достаточно пессимистичных ожиданиях самих компаний. Подводя итоги, мы считаем, что ускорение обрабатывающей промышленности в феврале-апреле 2014 г. практически не связано с фундаментальным улучшением ситуации в этом секторе и является временным явлением. В связи с этим мы ожидаем, что в ближайшие месяцы на фоне падения капитальных инвестиций, а также прогнозируемого нами ухудшения в потребительском секторе произойдет значительное сокращение темпов роста промпроизводства.

## ФосАгро: капзатраты под контролем

### Сильные результаты за 1 кв. 2014 г.

Вчера ФосАгро (BBB-/Ваа3/BB+) опубликовала сильные результаты за 1 кв. 2014 г. на фоне существенного роста цен на фосфатные и азотные удобрения и ослабление рубля. В результате EBITDA выросла в 2,6 раза (рентабельность в 29,2% является лучшим результатом с 3 кв. 2012 г.). Компания не понесла затрат на программу сокращения персонала, которые в прошлом квартале были выделены в отдельную неоперационную статью (хотя на нее по-прежнему зарезервировано 472 млн руб.).

### Долговая нагрузка не изменилась

Несмотря на повышение EBITDA, долговая нагрузка осталась на том же уровне - 1,8x в терминах Чистый долг/EBITDA. Капзатраты за период составили 38% EBITDA (целевой уровень - не больше 50% EBITDA). Компания проведет встречу с инвесторами в сентябре, где расскажет подробнее о своих проектах и Стратегии-2020, недавно одобренной Советом директоров.

### Ключевые финансовые показатели Фосагро

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2013	изм.
Выручка	29 416	23 290	+26%	28 902	+2%
Валовая прибыль	11 973	7 287	+64%	10 284	+16%
Валовая рентабельность	40,7%	31,3%	+9,4 п.п.	35,6%	+5,1 п.п.
EBITDA	8 587	3 312	+2,6x	7 578	+13%
Рентабельность по EBITDA	29,2%	14,2%	+15 п.п.	26,2%	+3 п.п.
Чистая прибыль	1 909	-518		3 291	-42%
Операционный поток	6 519	2 060	+3,2x	4 072	+60%
Отток по инвестиционной деятельности	-3 404	-3 643	-7%	-2 000	+70%
Капвложения	-3 810	-4 709	-19%	-2 974	+28%
Финансовый поток	4 501	1 352	+3,3x	7 352	-39%

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	62 162	52 756	+18%
Краткосрочный долг	11 320	13 206	-14%
Долгосрочный долг	50 842	39 550	+28%
Чистый долг	45 386	43 818	+4%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,82x	1,83x	

\* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост цен и ослабление курса рубля предопределили динамику результатов

Выручка выросла на 26% кв./кв. благодаря 1) росту цен на ключевые фосфатные и азотные удобрения на 5-22% на фоне активизации закупок фермеров перед посевной; 2) ослаблению среднего курса рубля на 8% кв./кв. (около 70% выручки приходится на экспорт); и 3) росту продаж удобрений на 7,5% кв./кв. (+2,0% - фосфаты и +28% - азотные удобрения). В результате роста спроса на моноаммонийфосфат в Бразилии (импорт МАФ за 4 месяца вырос на 65% г./г.) доля продаж в Северную и Южную Америку выросла с 18% в 4 кв. до 34% в 1 кв. 2014 г.

### Затраты по-прежнему находятся под контролем

Динамика себестоимости производства была в основном обусловлена ростом производства и увеличением цен на сырье, а ключевым позитивным моментом стало сокращение затрат на оплату труда за счет реализации программы существенного сокращения персонала (как и обещала компания). Административные затраты также нормализовались после роста в 4 кв. на фоне выплаты бонусов. Маркетинговые издержки увеличились на 15% кв./кв. в основном из-за роста транспортных расходов по причине увеличения дальности перевозок (больше в Америку, чем в Европу) и изменения структуры базиса поставки (увеличение продаж по CFR).

**Капзатраты не должны превысить 50% EBITDA** В результате роста прибыли и частичного высвобождения оборотного капитала операционный денежный поток увеличился в 3,2 раза до 6,5 млрд руб., и его хватило для покрытия капзатрат в размере 3,8 млрд руб. Компания подтверждает целевой показатель менее 50% EBITDA в качестве ориентира инвестиций на этот год. Тем не менее, ФосАгро привлекла дополнительный долг (+5 млрд руб.), однако, пока средства не были использованы и осели на счетах. В связи с этим чистый долг изменился несущественно.

PHORRU 18 по-прежнему выглядит дорого, котируясь на кривой Газпрома/Роснефти (на уровне TMENRU 18), что отражает риск введения санкций против последних. Мы рекомендуем продавать бонды Фосагро в пользу бумаг нефтегазовых эмитентов 1-го эшелона.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

### Валютный рынок

Минфин рубль бережет

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

### Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

### Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

### Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

### Инфляция

Новые оттенки инфляции

### Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### 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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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
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 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. 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.