



Мировые рынки

В мае американская экономика продолжает терять рост

Очередная порция макростатистики по США оказалась разочаровывающей, свидетельствуя о продолжающемся в мае замедлении экономического роста. Предварительное значение индекса PMI по обрабатывающим отраслям оказалось (53,8) ниже, чем в предшествующем месяце (54,2) главным образом из-за сокращения новых экспортных заказов (сильный доллар), а также снижения инвестиций в сектор энергетики. Заметно хуже ожиданий оказались продажи на вторичном рынке жилья (в апреле падение составило 3,3%, против +6,1% в марте). Хорошие данные вышли лишь по рынку труда (первичные заявки на пособия по безработице), однако рассчитывать на дальнейшее улучшение не приходится из-за слабого роста новых промышленных заказов. Снижение доходностей UST (на 5 б.п. до YTM 2,19%) и позитивная динамика цен на нефть поддержали некоторый интерес к бондам РФ (выпуски Russia 42, 43 подорожали 20-25 б.п.).

Рынок корпоративных облигаций

ГУК ВЭБ распечатывает "кубышку"

На данным СМИ, ВЭБ планирует в 2015 г. на пенсионные средства приобрести 20-летние облигации РЖД в объеме 40 млрд руб., 15-летние облигации Почты России и КАМАЗа и 5-летние облигации ВЭБ-лизинга на сумму 4,3 млрд руб., также 30-летние бумаги Россетей - на 7,1 млрд руб. Минимальный уровень плавающей ставки будет определяться исходя из инфляции и ключевой ставки ЦБ, увеличенной на 100 б.п. (сейчас 13,5% годовых). Для ВЭБ-лизинга минимальный уровень доходности установлен на уровне ОФЗ + 235 б.п. (сейчас YTM 13,05%). ВЭБ может выкупить до 100% от объема этих выпусков, что говорит о том, что размещения этих выпусков, скорее всего, будут нерыночными. Отметим, что на счетах ГУК ВЭБа в конце 1 кв. 2015 г. находилось порядка 365,4 млрд руб. средств, размещенных на банковских депозитах, что на 84 млрд руб. больше, чем было еще в начале года. Также избыток ликвидных средств, который мог бы быть инвестирован на рынке облигаций, сейчас наблюдается и у НПФ, однако, несмотря на некоторое повышение активности, пока эмитенты не торопятся выходить на "первичку" (по-видимому, ожидая более низких ставок).

ИНГ Банк Евразия (-/Ba2/BBB-): щедрая премия к кривой ОФЗ

ИНГ Банк Евразия проводит маркетинг 1,5-летнего выпуска БО-1 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке 3-месячного купона 12,5-12,75% годовых, что соответствует YTP 13,1-13,37% и премии 260-287 б.п. к кривой ОФЗ. Напомним, что недавно РЖД (BB+/Ba1/BBB-) разместили 5,5-летние облигации в объеме 15 млрд руб. с купоном 11,75% годовых, что соответствует YTP 12,1% (=ОФЗ + 160 б.п.), при этом надо учесть еще премию 50-90 б.п. за наличие 2,5-летнего call-опциона. Такое агрессивное ценообразование является следствием наличия отложенного спроса со стороны УК, на счета которых недавно пришли пенсионные накопления. Отметим, что пенсионные накопления могут быть инвестированы в облигации ИНГ. Объявленный ориентир по новым бумагам ИНГ выглядит интересным и в сравнении с рублевыми евробондами качественных эмитентов, в которые не могут быть инвестированы пенсионные средства: RZD 19 (YTM 12,4% = ОФЗ + 190 б.п.) и SBER 16 (YTM 12,3% = ОФЗ + 180 б.п.). Мы считаем предложение от ИНГ интересным и оцениваем справедливую доходность выпуска не выше YTM 12,55%.

Металлоинвест: вопреки негативной конъюнктуре

Металлоинвест (BB/Ba2/BB) опубликовал отдельные ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2015 г., которые мы оцениваем позитивно. При продолжившемся снижении цен на железную руду (Fe 62%, CFR Циндао, в среднем на 16% кв./кв.) и девальвации рубля, выручка снизилась незначительно (-2% кв./кв. до 1,24 млрд долл.) за счет высокой доли экспорта и, по нашим оценкам, изменения структуры продаж (сокращение отгрузок железной руды и окатышей, рост отгрузок ГБЖ/ПВЖ после планового ремонта/модернизации ЦГБЖ-2 и стабильные продажи стальной продукции). Показатель EBITDA вырос на 7% кв./кв. до 458 млн долл., рентабельность по EBITDA достигла 37% (33,9% в 4 кв.) преимущественно в результате снижения себестоимости благодаря девальвации рубля. Доля горнорудного сегмента в EBITDA снизилась с 70% по итогам 2014 г. до 57% в 1 кв., а металлургического сегмента - повысилась с 22% до 39%. Общий долг за 1 кв. снизился на 13% до 4,1 млрд долл. в результате выкупа по оферте 3 выпусков рублевых облигаций в основном за счет накопленных денежных средств компании. Чистый долг за 1 кв. сократился на 9% до 3,9 млрд долл., а его отношение к LTM EBITDA составило 2,05x (2,13x на конец 2014 г.). Позитивным моментом в текущих условиях также является снижение капложений компании (-29% кв./кв. до 94 млн долл.) в связи с завершением проекта на МГОКе. На рынке евробондов мы считаем METINR 16 лучшей альтернативой CHMFRU 16 (премия между ними более 150 б.п.). В сравнении с METINR 20 (YTM 7,35%) мы считаем более интересными бумаги AFKSRU 19 (YTM 7,37%), которые имеют меньший кредитный риск (долговая нагрузка корпоративного центра ниже).

НЛМК: высокий запас ликвидности сохраняется. См. стр. 2

НЛМК: высокий запас ликвидности сохраняется

Результаты оцениваем умеренно позитивно

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2015 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Несмотря на сужение кв./кв. ценового спреда "металлопродукция-сырье", рентабельность по EBITDA выросла за 1 кв. на 2 п.п. до 28,8%, что связано преимущественно с продолжившейся девальвацией рубля. Свободный денежный поток (319 млн долл.) был направлен частично на погашение долга (95 млн долл.), а также на наращивание "подушки" ликвидности (депозиты и денежные средства). В результате долговая нагрузка снизилась до 0,5х Чистый долг/EBITDA.

Низкие риски рефинансирования

Мы отмечаем, что у компании низкие риски рефинансирования: краткосрочный долг (668 млн долл.) полностью покрывается накопленными денежными средствами и депозитами (1,3 млрд долл.), также НЛМК доступны кредитные линии в объеме 1,5 млрд долл. После 2015 г. ближайшие крупные погашения предстоят не ранее 2018 г. (816 млн долл., в основном евробонд NLMK 18).

Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	2 216	2 343	-5%	2 216	2 638	-16%
EBITDA	638	627	+2%	638	468	+36%
Рентабельность по EBITDA	28,8%	26,8%	+2 п.п.	28,8%	17,7%	+11,1 п.п.
Чистая прибыль	322	219	+47%	322	173	+86%
Операционный поток	434	503	-14%	434	401	+8%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-282	-314	-10%	-282	-380	-26%
Капвложения	116	122	-5%	116	131	-11%
Финансовый поток	-96	-325	-3,4х	-96	-152	-37%

В млн долл., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 562	2 760	-7%
Краткосрочный долг	668	799	-16%
Долгосрочный долг	1 894	1 962	-3%
Чистый долг	1 247	1 590	-22%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,5х	0,7х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика выручки обусловлена ценовым фактором

Выручка в 1 кв. снизилась на 5% кв./кв. до 2,2 млрд долл., что было обусловлено падением цен реализации. Так, по данным НЛМК, средние цены на плоский и сортовой прокат в РФ снизились на 10-13% кв./кв. в долларовом выражении, а экспортные цены на слябы и плоский прокат в среднем сократились на 15-20% кв./кв. на фоне динамики мировых цен, которая обусловлена падением цен на сырье (железную руду и коксующийся уголь). Поддержку выручке оказало увеличение объемов реализации на 3% кв./кв. до 3,96 млн т в основном в результате роста экспортных продаж полуфабрикатов (+16,5% кв./кв. до 1,4 млн т).

Рентабельность по EBITDA выросла за счет наращивания экспорта и девальвации рубля

Показатель EBITDA в 1 кв. вырос на 2% кв./кв. (до 638 млн долл.), рентабельность по EBITDA - на 2 п.п. до 28,8%. Как и в 4 кв. большая часть EBITDA (>80%) - это операционная прибыль российского стального сегмента, хотя и произошло ее снижение на 3% кв./кв. из-за сужения спреда между ценами на металл и сырье, рентабельность сегмента повысилась на 3 п.п. до 33% благодаря снижению издержек из-за продолжившейся в 1 кв. девальвации рубля. Денежная себестоимость сляба снизилась на 12% кв./кв. до 197 долл./т

Результаты горнодобывающего дивизиона все также оставались под давлением падения цен на железную руду (-29% кв./кв. в долларах), и показатель EBITDA сегмента снизился со 101 до 64 млн долл., рентабельность - с 51% в 4 кв. до 47%.

В сегменте сортового проката, напротив, ценовой спред "продукция-сырье" в 1 кв. расширился относительно предыдущего квартала в связи с ростом цен в рублях до экспортного паритета и использования более дешевого лома, что привело к увеличению EBITDA с 13 до 33 млн долл. и

рентабельности - на 9 п.п. до 12%.

Сегмент "Зарубежный прокат" по итогам 1 кв. принес убыток на уровне EBITDA (-13 млн долл.) в результате снижения спреда между ценами на готовую продукцию и слябы в США, а также проведения крупных ремонтных работ.

Во 2 кв., когда ранее традиционно показатели российских металлургов поддерживались спросом на внутреннем рынке, компания отмечает слабый спрос в РФ (правда, за исключением трубной промышленности), что вкупе с укреплением рубля и ростом цен на сырье (по данным компании) не окажет поддержку результатам.

**Капвложения
покрываются
операционным
потоком**

Операционный денежный поток в 1 кв. снизился на 14% кв./кв. до 434 млн долл. при существенно меньших инвестициях в оборотный капитал (56 млн долл. против 377 млн долл. в 4 кв.), но его было достаточно для финансирования капвложений (116 млн долл.) План компании по капзатратам на 2015 г. - 650 млн долл.

По итогам 2014 г. компания объявила о выплате дивидендов на уровне 37% от прибыли за 2014 г., а в соответствии с новой дивидендной политикой дивиденды за 1 кв. составят ~60% чистой прибыли за этот период. В связи с ростом дивидендных выплат мы не ожидаем какого-либо существенного роста долговой нагрузки, при этом комфортным для себя компания считает уровень 1,0x Чистый долг/EBITDA.

Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды NLMK 18, 19 котируются ниже кривой Роснефти. Инвесторам, нечувствительным к антироссийским санкциям, мы рекомендуем покупать бонды TMENRU 18, 20.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

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

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

ЦБ включает антикризисные механизмы



#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.