



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

23 октября 2015 г.

Мировые рынки

Ожидания расширения QE в еврозоне толкают рынки вверх

Основным событием вчерашнего дня стал итог заседания ЕЦБ, на котором М. Драги заявил о пересмотре программы количественного смягчения (сейчас ее объем составляет 1,1 млрд евро) в декабре этого года. Учитывая слабое состояние экономики, участники рынка восприняли это как сигнал к расширению выкупа активов (при этом некоторые члены комитета хотели бы сделать это уже в октябре). Кроме того, неплохими вышли макроданные по США (очередное снижение продемонстрировали первичные заявки на пособия по безработице, также в сентябре выросли продажи жилья на вторичном рынке). В результате американские и европейские индексы акций показали рост. Однако нефти Brent не удалось подняться выше 49 долл./барр.

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: уголь подкачал. См. стр. 2

X5 снова охвачена "вирусом лидерства". См. стр. 3

БРС согласовал условия реструктуризации субордов - повод покупать старшие выпуски

Большинство держателей субординированных выпусков RUSB 20, 24 (на которых приходится 97,9% всего долга) одобрило улучшенные (в сравнении с первоначальными) условия их реструктуризации: 1) выплата в денежной форме 18% от номинала (или 99 млн долл.); 2) бумаги в оставшемся номинале будут сконвертированы в 7-летние бонды, обеспеченные 49% акций банка, с купоном 13%, который будет выплачиваться полностью в денежной форме, начиная с 3-го года обращения; 3) предусмотрена ковенанта, ограничивающая операции со связанными компаниями. Таким образом, БРС удалось пополнить капитал 1-го уровня в размере 451 млн долл., чего, по нашему мнению, достаточно для покрытия текущих проблемных кредитов, а также перехода в сегмент высокодоходного кредитования (кредиты со ставкой 45-60% годовых учитываются с повышенным коэффициентом риска (3x) при расчете достаточности капитала), который позволил бы компенсировать возросшую стоимость риска (18-20%). Учитывая полученный капитал, мы считаем, что БРС имеет низкий риск банкротства в перспективе следующих 12 месяцев, как следствие, рекомендуем покупать старшие выпуски RUSB 15 (82,5% от номинала), RUSB 16 (72% от номинала), а также некоторый интерес представляют рублевые БО-3, 4 с УТМ 15,4-15,9% @ февраль 2016 г.

Силловые машины (Moody's: Ba2): интересное предложение на горячем рынке

Сегодня закрывается книга заявок на покупку 3-летних БО-1 и БО-2 номиналом 5 млрд руб. каждый с ориентиром 12,2-12,4% годовых, что соответствует УТР 12,57 - 12,78% и премии 248 - 269 б.п. к кривой ОФЗ. Предложенный уровень доходности для кредитного риска нефинансовой компании уровня "Ba2" (по нашим оценкам Чистый долг составил 2,4x LTM EBITDA по итогам 1П 2015 г.) в настоящий момент очень сложно найти на вторичном рынке, особенно на большой объем (находящийся в обращении выпуск эмитента неликвиден). Последнее размещение БО-8 НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) в объеме 5 млрд руб. (финальный ориентир вчера был снижен до УТР 11,41% перед закрытием книги) свидетельствует о наличии высокого спроса, который подогревается сильными ожиданиями по снижению ключевой рублевой ставки. В этой связи мы ожидаем повышенный интерес и к бумагам Силловых машин, оценивая справедливую доходность на уровне УТР 12-12,25%.

Северсталь: уголь подкачал

Сокращение рентабельности из-за сырьевого дивизиона

По данным отчетности по МСФО за 3 кв. Северсталь (BB+/Ba1/BB+), несмотря на ослабление рубля (в среднем на 19% кв./кв.), продемонстрировала снижение рентабельности на 1,1 п.п. кв./кв. до 31,5%, что преимущественно обусловлено сокращением рентабельности сырьевого дивизиона (в основном рост издержек по добыче и снижение цен в рублях на коксующийся уголь).

Снижение долговой нагрузки продолжилось

При этом с точки зрения кредитного профиля компания сохраняет существенный запас прочности: за 3 кв. Чистый долг снизился на 39%, а соотношение к LTM EBITDA - до 0,4x с 0,6x во 2 кв.; также по-прежнему у компании имеется значительный запас денежных средств (1,7 млрд долл.) и невыбранных кредитных линий (683 млн долл.), которых достаточно для погашения всего долга компании (объем ближайших погашений: в 2016 г. - 497 млн долл., в 2017 г. - 689 млн долл.). Положительным моментом также является значительный рост операционного денежного потока в 3 кв. за счет высвобождения средств из оборотного капитала в результате роста спроса на внутреннем рынке и снижения запасов.

Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.
Выручка	1 663	1 806	-8%
EBITDA	524	588	-11%
Рентабельность по EBITDA	31,5%	32,6%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	-130	469	-
Операционный поток	685	497	+38%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-74	-72	+3%
Капвложения	103	111	-7%
Финансовый поток	-405	-413	-2%

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 504	2 907	-14%
Краткосрочный долг	531	474	+12%
Долгосрочный долг	1 973	2 433	-19%
Чистый долг	830	1 355	-39%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,4x	0,6x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снижалась в основном из-за девальвации рубля

Выручка в 3 кв. снижалась как в дивизионе "Российская сталь" (-8% кв./кв. до 1,5 млрд долл.), так и в дивизионе "Северсталь Ресурс" (-17% кв./кв. до 296 млн долл.) главным образом в результате девальвации рубля и снижения экспортных цен.

Так, в стальном дивизионе объемы продаж выросли на 13% кв./кв. до 3,01 млн т, при этом средняя цена реализации в долларах снизилась до 454 долл./т, или -19% кв./кв. Отметим, что в 3 кв. компания переориентировала часть продаж на внутренний рынок (его доля выросла с 59% во 2 кв. до 67%) благодаря росту некоторого "отложенного" спроса, что также позволило компании несколько раз повышать цены в рублях по некоторым видам продукции, частично нивелируя эффект девальвации.

В сырьевом подразделении объемы продаж коксующегося угля остались на уровне предыдущего квартала при росте реализации ЖРС на 5% кв./кв. Однако цены на концентрат коксующегося угля Воркутаугля упали на 30% кв./кв. из-за девальвации рубля и снижения контрактных цен компанией в июле. Цены на окатыши и железорудный концентрат в долларах снижались на 13-14% кв./кв. преимущественно в результате ослабления российской валюты.

В стальном дивизионе рентабельность не изменилась...

Отметим, что рентабельность по EBITDA стального дивизиона практически не изменилась, составив 27,9% (против 28,2% кварталом ранее), за счет сокращения издержек благодаря девальвации рубля и увеличения объемов производства, а также снижения цен на сырье в долларах. Денежная себестоимость (cash cost) сляба на Череповецком комбинате сократилась на 20% кв./кв. до 206 долл./т.

...а в сырьевом дивизионе она существенно просела

В сырьевом дивизионе рентабельность по EBITDA просела на 7,7 п.п. кв./кв. до 26% в основном из-за негативной ценовой конъюнктуры, а также роста издержек на Воркутаугле (+13% кв./кв. до 59 долл./т) в результате снижения добычи угля из-за планового перемонтажа лав. За счет ослабления рубля издержки по ЖРС на Олконе снизились на 25% до 21 долл./т, на Карельском Окамыше - на 17% до 24 долл./т.

Рост операционного потока за счет сокращения оборотного капитала

Чистый операционный денежный поток в 3 кв. вырос на 38% кв./кв. до 685 млн долл., что было обусловлено высвобождением из оборотного капитала 216 млн долл. против инвестиций 17 млн долл. кварталом ранее. Сокращение оборотного капитала связано с наращиванием продаж на внутренний рынок и снижением запасов, а также сокращением сроков оборачиваемости дебиторской задолженности. В 4 кв. компания ожидает незначительный рост оборотного капитала.

Операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (103 млн долл.). В итоге за 9М 2015 г. компания вложила 317 млн долл., или ~60% годового плана, соответственно на 4 кв. придется большая часть капитальных инвестиций.

Перспективы рынка не оптимистичны

В 4 кв. компания ожидает, что объемы продаж и цены в рублях останутся стабильными, если все также будет иметь место ослабление рубля. Что же касается перспектив металлургической отрасли, то они, на наш взгляд, по-прежнему не дают поводов для оптимизма в связи с падением спроса в Китае (-5,5%, по данным Северстали) и ростом экспорта металлопродукции из этой страны (+27%).

Мы считаем, что спред между выпусками CHMFRU 22 и GMKNRM 22 выглядит узким (10-15 б.п.) в сравнении с выпусками эмитентов с погашением в 2018 г. (около 50 б.п.). Мы считаем, что бумаги GMKNRM 22 имеют большой потенциал для ценового роста.

Ирина Ализаровская

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

Денис Порывай

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

Х5 снова охвачена "вирусом лидерства"

Вчера Х5 Retail Group (ВВ-/Вз3/ВВ) провела ежегодный День инвестора, посвященный обзору стратегии развития ритейлера, а также финансовых результатов компании за 9М 2015 г.

В 3 кв., несмотря на ускорение темпов открытий новых магазинов, а также слабый потребительский спрос в секторе, Х5 удалось показать рентабельность по EBITDA на уровне прошлого года (7,3%). В ходе Дня инвестора Х5 организовала посещение магазинов всех своих форматов, обозначая результаты реформатирования и модернизации, которые главным образом и объясняют достигнутые результаты роста покупательского трафика по итогам 9М (+2,2% г./г.), а также сформулировала основные цели развития на ближайшие годы: (1) удвоение размера бизнеса за 3-4 года; (2) рост будет достигаться как за счет органического роста, так и сделок M&A, при этом компания ставит целью не превышать показатель Чистый долг/EBITDA выше 3х (по итогам 9М он был ~2,5х); (3) повышение рентабельности бизнеса, приближение к показателям своего главного конкурента и лидера рынка - компании Магнит (напомним, Магнит прогнозирует по итогам 2015 г. рентабельность по EBITDA на уровне 10,5-11,3%) за счет больших возможностей по оптимизации издержек на всех уровнях бизнеса.

По нашему мнению, цели развития бизнеса Х5 выглядят весьма амбициозно, предполагая резкое ускорение темпов прироста торговых площадей (за 9М 2015 г. компания добавила немногим более 500 тыс. кв. м, в результате общая торговая площадь составила 3,1 млн кв. м). Безусловно, высокие темпы открытий магазинов и рост числа M&A сделок являются вызовом для компании, однако, по нашим оценкам, долговая нагрузка Х5 действительно не должна превысить целевой уровень 3х EBITDA в ближайшие годы. Мы не исключаем, что Х5 может также рассматривать возможность привлечения средств за счет акционерного капитала, как это недавно сделала

23 октября 2015 г.

Лента. Для российских ритейлеров, находящихся в фазе активного роста, одним из ключевых факторов, сдерживающих рост, является доступность финансовых ресурсов, однако понимая необходимость быстрых действий, которые позволят им закрепить прочные позиции на привлекательном рынке, ритейлеры готовы привлекать долг даже по более высоким ставкам, чем год назад.

В сегменте эмитентов розничных сетей мы предпочитаем выпуск О'Кей БО-5 с УТР 12,8-13,5% @ апрель 2016 г.

Наталья Колупаева

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 9852

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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



#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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#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

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.