



## Мировые рынки

### На рынках усиливаются "медвежий" настроения

Поводом для усиления негативных настроений стала публикация предварительного значения индекса деловой активности в Китае, который в июле снизился до 15-месячного минимума (в то время как ожидалось некоторое улучшение показателя). Таким образом, стимулы, задействованные правительством Китая, пока не смогли обеспечить устойчивый рост экономики, есть сомнения в том, что удастся достичь целевой 7% рост ВВП. Также разочаровывающими вышли данные по обрабатывающему сектору США (хуже ожиданий оказалась прибыль Caterpillar и 3M). Вероятное повышение ключевой ставки лишь усилит риск замедления глобальной экономики, естественной реакцией финансового рынка стало "бегство в качество" (доходность 10-летних UST вчера опустилась на 5 б.п. до YTM 2,27%), а также продажи товарных активов (котировки Brent просели на 1 долл. до 55 долл./барр.). Сильная статистика по американскому рынку труда была проигнорирована, большее значение имеет негативная динамика цен на нефть, которая препятствует восстановлению инфляции до нормальных уровней (2% - цель ФРС). Евробонды РФ слабо отреагировали на "медвежий" настроения на внешних рынках: в большинстве бумаг снижение цен ограничилось 20-40 б.п.

## Рынок ОФЗ

### Минфин и ЦБ завершили обмен ОФЗ

Вчера между Минфином и ЦБ состоялся обмен принадлежащих ЦБ ОФЗ 46007 - 46012 (с амортизацией тела) общим номиналом 185,7 млрд руб. на относительно "свежие" выпуски 25082 (<1 года до погашения), 26212 (12,5-летние), 26214 (5-летние), 26215 (8-летние), 26216 (4-летние) номиналом 140,9 млрд руб. Согласно пресс-релизу, обмен был осуществлен исходя из рыночной оценки указанных бумаг. В дальнейшем Минфин России предложит осуществить обмен облигаций 46xxx всем другим владельцам на сопоставимых условиях. Этот обмен позитивен для рынка ОФЗ: вслед за повышением доли бумаг, находящихся в рынке, может произойти и повышение доли ОФЗ в глобальных индексах развивающихся стран (это может привлечь больше нерезидентов). Однако в настоящий момент коррекция на рынке ОФЗ, скорее всего, продолжится (мы ожидаем повышения доходностей ОФЗ в район 11%).

## Рынок корпоративных облигаций

### Северсталь: укрепление рубля снизило рентабельность. См. стр. 2

Северсталь (BB+/Ba1/BB+) опубликовала нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Преимущественно укрепление рубля во 2 кв. обеспечило как рост выручки (повышение цен в долларовом выражении), так и операционных расходов кв./кв., что привело к снижению рентабельности по EBITDA до 32,6% с 38,1% в 1 кв. Чистый долг за 2 кв. практически не изменился, его отношение к LTM EBITDA осталось на уровне 0,6x, при этом риски ликвидности незначительны. Тем не менее, мы отмечаем, что прогноз по отрасли в ближайшей перспективе не оптимистичен на фоне слабого внутреннего спроса на сталь. Наша рекомендация от 24 апреля 2015 г. покупать среднесрочные бумаги Роснефти (TMENRU 16,17,18), которые имели избыточную премию к выпускам Северстали, оправдалась: спред TMENRU 18 - CHMFRU 18 сузился со 130 б.п. до 40 б.п. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на бонды эмитента.

### Магнит (S&P: BB+) представил обновленные прогнозы

Вчера в рамках Дня инвестора и аналитика в Краснодаре менеджмент компании представил обновленные прогнозы по ключевым финансовым показателям. Так, после замедления темпов роста выручки во 2 кв. до +27,5% г./г. (+30,3% г./г. за 1П), и принимая во внимание перспективы 2П 2015 г., компания пересмотрела свой годовой прогноз, снизив темпы роста выручки до +26-28% (ранее 28-32%), в то время как прогноз по рентабельности по EBITDA был повышен до 10,5-11,3% (ранее 9,5-11%). Напомним, что по итогам 2 кв. Магнит продемонстрировал рост как валовой маржи (+0,4 п.п. г./г. до 28,8%), так и маржи по EBITDA (+0,2 п.п. г./г. до 11,95%), что, по данным компании, связано с улучшением закупочных условий у поставщиков. В связи с существенным снижением цен на недвижимость, компания повысила прогноз по открытию новых магазинов формата "у дома" в 2015 г. - 1350 магазинов (против 1000-1200 ранее) и магазинов косметики - 950 магазинов (ранее - 800), план по открытию гипермаркетов остался прежним - 90 магазинов. Годовой план по капвложениям не изменился - 80 млрд руб. По данным компании, средняя процентная ставка по долговому портфелю составила ~10,8% (против 12,5% в 1 кв. 2015 г.), и она может еще снизиться до ~10,7%, долговая нагрузка останется ниже 1,0x Чистый долг/EBITDA. Недавно размещенные БО-10 Магнита котируются выше номинала (YTP 11,82%). Мы считаем бумаги все еще интересными для покупки, принимая во внимание широкий спред к кривой ОФЗ (155 - 184 б.п.) и высокое кредитное качество эмитента.

## Северсталь: укрепление рубля снизило рентабельность

Нейтральные  
результаты за 2 кв.

Северсталь (BB+/Ba1/BB+) опубликовала нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Преимущественно укрепление рубля во 2 кв. обеспечило как рост выручки (повышение цен в долларовом выражении), так и операционных расходов кв./кв., что привело к снижению рентабельности по EBITDA до 32,6% с 38,1% в 1 кв. Среди позитивных моментов мы отмечаем значительное увеличение операционного денежного потока (и соответственно - свободного денежного потока) - почти вдвое кв./кв. в результате, в том числе, поступления денежных средств за поставки 1 кв.

Долговая нагрузка  
остается на низком  
уровне, риски  
ликвидности  
незначительны

Чистый долг за 2 кв. практически не изменился, его отношение к LTM EBITDA осталось на уровне 0,6x. Накопленных денежных средств (1,55 млрд долл.) более чем достаточно для погашения краткосрочного долга (474 млн долл.), который почти полностью представлен конвертируемым бондом SNMFRU 2017-2 (по нему предусмотрен пут-опцион в сентябре 2015 г.). Отметим, что у компании достаточно комфортный график погашения долга: в 2016 г. - 535 млн долл., в 2017 г. - 627 млн долл.

### Ключевые финансовые показатели Северстали

| В млн долл., если не указано иное | 2 кв. 2015 | 1 кв. 2015* | изм.      |
|-----------------------------------|------------|-------------|-----------|
| Выручка                           | 1 806      | 1 531       | +18%      |
| EBITDA                            | 588        | 583         | +1%       |
| Рентабельность по EBITDA          | 32,6%      | 38,1%       | -5,5 п.п. |
| Чистая прибыль                    | 467        | 336         | +39%      |
| Операционный поток                | 497        | 263         | +89%      |
| Инвестиционный поток, в т.ч.      | -72        | -68         | +6%       |
| Капвложения                       | 111        | 103         | +8%       |
| Финансовый поток                  | -413       | -554        | -25%      |

| В млн долл., если не указано иное | 30 июня 2015 | 31 марта 2015 | изм. |
|-----------------------------------|--------------|---------------|------|
| Совокупный долг, в т.ч.           | 2 907        | 2 899         | 0%   |
| Краткосрочный долг                | 474          | 480           | -1%  |
| Долгосрочный долг                 | 2 433        | 2 418         | +1%  |
| Чистый долг                       | 1 355        | 1 376         | -1%  |
| Чистый долг/EBITDA LTM**          | 0,56x        | 0,59x         | -    |

\* данные за 1 кв. скорректированы компанией в связи с изменением методологии расчета нереализованной прибыли по запасам (в частности, отражено снижение EBITDA на 7 млн долл.)

\*\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка повысилась  
из-за роста цен в  
долларах

Выручка в 1 кв. повысилась как в дивизионе "Российская сталь" (+18,7% кв./кв. до 1,7 млрд долл.), так и в дивизионе "Северсталь Ресурс" (+23,2% кв./кв. до 356 млн долл.) в основном из-за роста цен в долларовом выражении на фоне укрепления рубля на 16% кв./кв.

В стальном дивизионе объемы продаж выросли на 4% кв./кв. до 2,67 млн т, средняя цена реализации в долларах достигла 561 долл./т, или +14,5% кв./кв. Отметим, что во 2 кв. внутренние цены на сталь даже превышали экспортные за счет ранее проведенного повышения цен до экспортного паритета и произошедшего впоследствии укрепления российской валюты (59% объемов реализации компании во 2 кв. приходится на внутренний рынок).

В сырьевом подразделении за счет восстановления работы на Воркутаугле после перерывов из-за неблагоприятных погодных условий в 1 кв. физические объемы продаж коксующегося угля выросли на 15% кв./кв. Благодаря повышению цен компанией в рублях и последующему укреплению рубля средние цены реализации в долларах на Воркутаугле выросли на 42% кв./кв. Цены компании на железорудный концентрат повысились на 9% кв./кв. исключительно за счет укрепления российской валюты.

Укрепление рубля,  
индексация з/п и  
сезонные ремонты

В результате роста издержек из-за укрепления рубля, индексации зарплат (с 1 апреля 2015 г.) и сезонного увеличения расходов на поддержку производственных мощностей рентабельность по EBITDA стального дивизиона снизилась на 5,9 п.п. кв./кв. до 28,2%, в сырьевом дивизионе - на

**снизили  
рентабельность**

7,1 п.п. кв./кв. до 33,7%. Так, денежная себестоимость (cash cost) сляба на Череповецком комбинате выросла на 21% кв./кв. до 259 долл./т., издержки на Воркутаугле повысились на 57% кв./кв. до 52 долл./т, на Олконе - на 22% до 28 долл./т, на Карельском Окатыше - на 32% до 29 долл./т.

Чистый операционный денежный поток во 2 кв. вырос почти вдвое кв./кв. до 497 млн долл. в результате сокращения инвестиций в оборотный капитал (17 млн долл. против 262 млн долл. кварталом ранее). Операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (111 млн долл.). В итоге за 1П компания вложила 214 млн долл., или ~40% годового плана.

**Перспективы рынка  
в 2015 г. не  
оптимистичны**

Отметим, что некоторое повышение рентабельности компании возможно в 3 кв. на фоне очередной волны ослабления рубля (при текущем курсе производственные издержки снизятся на 10% кв./кв.). Однако прогнозировать результаты 3 кв., на наш взгляд, преждевременно, поскольку общая тенденция снижения мировых цен на сталь продолжается (цены на горячекатаный прокат во 2 кв. просели на 14% кв./кв.). Главным фактором, влияющим на динамику цен, по нашим оценкам, остается падение спроса в Китае (-5,1%, по данным Северстали) и рост экспорта металлопродукции из этой страны. Кроме того, слабый спрос со стороны строительной отрасли и автопрома РФ также не оказывает поддержку российским металлургам.

Наша рекомендация от 24 апреля 2015 г. покупать среднесрочные бумаги Роснефти (TMENRU 16,17,18), которые имели избыточную премию к выпускам Северстали, оправдалась: спред TMENRU 18 - CHMFRU 18 сузился со 130 б.п. до 40 б.п. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на бонды эмитента.

**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

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<br>Капитал | Промсвязьбанк |
| Альфа-Банк                      | ВТБ                   | ЛОКО-Банк               | РСХБ          |
| Азиатско-<br>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.