



25 марта 2016 г.

Мировые рынки

Пасха удерживает рынки от коррекции

Американские и европейские рынки сегодня закрыты по случаю празднования Пасхи, что естественным образом снижает ликвидность и коррекцию, которая началась на этой неделе на развивающихся рынках из-за падения цен на нефть, а также "ястребиной" риторики со стороны некоторых представителей ФРС (большая вероятность повышения ключевой долларовой ставки в апреле). Возможно, фиксация позиций перед длинными выходными способствовала некоторому восстановлению цен на нефть (до 40 долл./барр.). Опубликованная вчера макростатистика по США оказалась слабой: новые заказы на товары длительного пользования, за исключением волатильной транспортной компоненты, в феврале просели на 1% м./м., тогда как ожидалось снижение всего на 0,2%. Эти данные свидетельствуют о замедлении экспорта (сильный доллар) и невысоком спросе на оборудование со стороны энергетического сектора (низкие цены на нефть). Однако в динамике г./г. все не так плохо - рост заказов составил 1,8%. В российском сегменте произошла умеренная коррекция: длинные выпуски Russia 42, 43 скорректировались на 70-80 б.п.

Рынок ОФЗ

Минфин ожидает профицит ликвидности с середины года, но увеличить предложение ОФЗ пока не готов

По оценкам замминистра А. Моисеева, вследствие финансирования бюджетного дефицита за счет Резервного фонда (по сути эмиссии рублей) профицит ликвидности в банковской системе ожидается уже во втором полугодии, при этом по его словам "нельзя допустить отрицательные реальные процентные ставки на межбанковском рынке". Исходя из текущих прогнозов ЦБ РФ по инфляции (6-7% в 2016 г.), это означает, что должно произойти существенное падение ставок МБК прежде чем, по мнению Минфина, проявится негативный эффект от избыточной денежной массы. В качестве инструментов по абсорбированию предлагается привлечение депозитов Казначейством (ОФЗ не упоминается), а также повышение отчислений в фонд страхования вкладов (строго говоря, это не инструмент ликвидности). Таким образом, по-видимому, Минфин видит проблему в существенном повышении денежной массы в этом году из-за бюджетного дефицита, лишь когда RUONIA опустится ниже 8,1% (сейчас 10,5%). Это играет в пользу текущего ценообразования ОФЗ, при котором вся суверенная кривая находится ниже депозитной ставки ЦБ из-за низкого предложения новых бумаг и избытка ликвидности у ряда крупных банков. По нашему мнению, эту ликвидность нужно изымать (ровно в той же мере, как это было в прошлом году), и лучшим инструментом для этого (когда задолженность перед ЦБ обнулится) является размещение ОФЗ (в большем объеме, чем запланированные 300 млрд руб., при плановом дефиците 2,4 трлн руб.). Иначе возникают риски более сильного, чем в прошлом году, ослабления рубля в периоды низких цен на нефть и оттоков капитала с ЕМ, которые могут транслироваться в инфляционные риски. Сегодня в отсутствие нерезидентов ОФЗ восстанавливают утраченные вчера позиции.

Рынок корпоративных облигаций

НЛМК: слабый квартал для экспортера. См. стр. 2

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО (до 3 кв. 2015 г. - по US GAAP), которые были обусловлены: 1) падением рентабельности экспорта из-за резкого снижения мировых цен (-17% кв./кв. на г/к прокат), что не было компенсировано ослаблением рубля (-5% кв./кв.); и 2) низким внутренним спросом как из-за сезонности, так и экономической ситуации в целом, что привело к наращиванию низкорентабельного экспорта (общие отгрузки снизились на 9% кв./кв., доля экспорта выросла до 62% с 57% в 3 кв.).

В итоге выручка упала на 19% кв./кв. до 1,6 млрд долл., EBITDA - на 37% кв./кв. до 321 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 5,6 п.п. до 19,6%. Причем снижение прибыльности у НЛМК в 4 кв. было более выраженным, чем, например, у Северстали, за счет большей доли экспорта в отгрузках (62% против 36% у Северстали) и низкомаржинальных слябов (только внешние продажи, не включая поставку на зарубежные предприятия НЛМК - 13,5%, против 7% у Северстали). Позитивным моментом остается низкая долговая нагрузка - за 4 кв. она немного повысилась, но остается одной из самых низких в отрасли - 0,6х Чистый долг/EBITDA. Краткосрочный долг в размере 560 млн долл. покрывается накопленными денежными средствами (343 млн долл.) и краткосрочными депозитами (1,2 млрд долл.). Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды NLMK 18, 19 выглядят дорого, лучшей им альтернативой являются бумаги GAZPRU 19, которые торгуются выше кривой НЛМК. Инвесторам, нечувствительным к антироссийским санкциям, мы рекомендуем покупать бонды TMENRU 18, 20.

НЛМК: слабый квартал для экспортера

Слабые результаты за 4 кв. из-за падения рентабельности экспорта

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО (до 3 кв. 2015 г. - по US GAAP), которые были обусловлены:

- 1) падением рентабельности экспорта из-за резкого снижения мировых цен (-17% кв./кв. на г/к прокат), что не было компенсировано ослаблением рубля (-5% кв./кв.);
- 2) низким внутренним спросом как из-за сезонности, так и экономической ситуации в целом, что привело к наращиванию низкорентабельного экспорта (общие отгрузки снизились на 9% кв./кв., доля экспорта выросла до 62% с 57% в 3 кв.).

В итоге выручка упала на 19% кв./кв. до 1,6 млрд долл., EBITDA - на 37% кв./кв. до 321 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 5,6 п.п. до 19,6%. Причем снижение прибыльности у НЛМК в 4 кв. было более выраженным, чем, например, у Северстали, за счет большей доли экспорта в отгрузках (62% против 36% у Северстали) и низкомаржинальных слябов (только внешние продажи, не включая поставку на зарубежные предприятия НЛМК - 13,5%, против 7% у Северстали).

Долговая нагрузка остается на низком уровне

Позитивным моментом остается низкая долговая нагрузка - за 4 кв. она немного повысилась, но остается одной из самых низких в отрасли - 0,6x Чистый долг/EBITDA. Краткосрочный долг в размере 560 млн долл. покрывается накопленными денежными средствами (343 млн долл.) и краткосрочными депозитами (1,2 млрд долл.).

Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1 637	2 016	-19%	8 008	10 396	-23%
EBITDA	321	508	-37%	1 948	2 383	-18%
Рентабельность по EBITDA	19,6%	25,2%	-5,6 п.п.	24,3%	22,9%	+1,4 п.п.
Чистая прибыль	76	410	-81%	968	774	+25%
Операционный поток	246	537	-54%	1 651	1 806	-9%
Инвестиционный поток, в т.ч. *	-568	н/д	-	-1 399	-946	+48%
Капвложения	150	145	+3%	595	563	+6%
Финансовый поток *	166	н/д	-	-378	-1 147	-67%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 676	2 441	+10%
Краткосрочный долг	560	740	-24%
Долгосрочный долг	2 116	1 701	+24%
Чистый долг	1 091	1 071	+2%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,6x	0,5x	-

* Нет поквартальных данных в связи с переходом с US GAAP на МСФО

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки обусловлено ценами и объемами реализации

Выручка в 4 кв. упала на 19% кв./кв. до 1,64 млрд долл., что было преимущественно обусловлено резким снижением экспортных цен, в то время как на внутреннем рынке премия так и осталась на уровне 30-40 долл./т. Однако в связи с низким спросом в РФ (в том числе сезонного характера) объемы продаж компании на внутреннем рынке снизились на 18% кв./кв. Общие объемы реализации НЛМК упали на 9% кв./кв.

Падение рентабельности в основном из-за сужения спреда "металлопродукция-сырье"

Преимущественно из-за сужения ценового спреда "металлопродукция-сырье" (т.к. цены на г/к прокат падали намного быстрее, чем цены на сырье), показатель EBITDA в 4 кв. "просел" на 37% кв./кв. (до 321 млн долл.), рентабельность по EBITDA - на 5,6 п.п. до 19,6%. Поддержку прибыльности оказало небольшое ослабление рубля, в результате которого денежные издержки производства сляба на Липецкой площадке снизились со 197 до 190 долл./т. Компания сообщает о дальнейшем снижении этих издержек в начале 2016 г. до 180 долл./т. При этом давление на EBITDA в 4 кв. оказали сегмент российского сортового проката (падение спроса в строительной отрасли) и зарубежные прокатные активы (они были убыточны в США на уровне EBITDA (-30 млн долл. против -12 млн долл. в 3 кв.) и в Европе (-51 млн долл.

**Капвложения
профинансированы из
операционного
потока**

против -19 млн долл. в 3 кв.)). Поддержку результатам оказал горнодобывающий сегмент за счет достаточно стабильных цен кв./кв. и увеличения объемов продаж на 3%.

Операционный денежный поток в 4 кв. снизился на 54% кв./кв. до 246 млн долл., среди прочего за счет меньшего высвобождения средств из оборотного капитала (7 млн долл. против 107 млн долл. в 3 кв.). Тем не менее, операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (150 млн долл.). В 2015 г. капзатраты составили 595 млн долл. На ближайшие 3 года компания прогнозирует инвестиции на уровне 550 млн долл. ежегодно. В 2016 г. достаточно высокие капвложения связаны с завершением строительства фабрики окомкования на Стойленском ГОКе (ввод запланирован на 2П 2016 г.), в дальнейшем - в связи с плановыми капремонтами.

В 1 кв. компания ожидает еще слабые результаты из-за некоторого лага, при этом улучшение прогнозирует только во 2 кв. В 2016 г. закладывается инфляция транспортных расходов на уровне 7-9%, издержек на э/энергию - 10%, на персонал - 6-7% в рублях г./г. Объемы производства прогнозируются на уровне 2015 г. Также компания оценивает влияние возможных анти-демпинговых пошлин на г/к прокат со стороны Турции как несущественное (7 млн долл. на уровне 12M EBITDA, или -0,4%).

**Прогнозы компании
на 2016 г. осторожны**

Текущее повышение мировых цен на сталь компания связывает с закрытием ряда мощностей, началом программы по сокращению мощностей в Китае, введением заградительных барьеров рядом стран и ростом цен на железную руду. Однако, по мнению НЛМК, это небольшое повышение цен на сталь делает только безубыточным среднего производителя. Компания по-прежнему прогнозирует снижение мирового спроса из-за сокращения потребления в развивающихся странах, при этом российские производители столкнутся с проблемами слабого спроса на внутреннем рынке, низких цен и роста конкуренции на экспортных рынках.

По нашим оценкам, текущий рост цен (в 1 кв. +10-15% кв./кв. в Китае, начало повышения цен в Европе) связан с вынужденным повышением цен китайскими металлургами для покрытия издержек производства, и если цены останутся на достигнутом уровне, то можно ожидать улучшения рентабельности российских металлургов в 1П 2016 г.

Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды NLMK 18, 19 выглядят дорого, лучшей им альтернативой являются бумаги GAZPRU 19, которые торгуются выше кривой НЛМК. 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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

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 Клебенкова	(+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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.