

## Пульс рынка

- ▶ **Геополитический фон вновь давит на рынки.** Обострение боевых действий на юго-востоке Украины спровоцировало очередную волну обвинений в адрес РФ со стороны западных стран. Вновь прозвучали угрозы усиления давления на Россию. Негативный геополитический фон, которому также способствует ситуация в Ираке и Сирии, вызвал волну бегства в качество: доходность 10-летних UST снизилась на 7 б.п. до YTM 2,34%, минимального уровня с июня прошлого года, также на минимумах находятся доходности BUNDS (что также связано с высокими ожиданиями сохранения дефляции в еврозоне в течение продолжительного времени). Из сегодняшних событий, помимо геополитики, интерес представляют уточненные данные по ВВП США за 2 кв. (консенсус предполагает высокий рост - на 4%).
- ▶ **Инфляция набирает обороты на импортном запрете.** По данным Росстата, инфляция за 19-25 августа, как и неделей ранее, составила 0,1%, но ускорение среднесуточных темпов роста цен продолжается. С начала августа инфляция уже достигла 0,2%, что обеспечило ее рост в годовом выражении до 7,6%. Это в целом выше среднего уровня инфляции в этом месяце в последние годы (за исключением 2010 г., когда всплеск объяснялся засухой). Среди лидеров удорожания как с точки зрения влияния на инфляцию, так и темпов роста цен - мясо, мясные изделия и рыба. Ускорение роста цен наблюдается по всем приведенным Росстатом в отчете категориям мясной продукции, включая колбасы. Отдельно мы отмечаем сильное удорожание курятины (1,4% против 0,9%), свинины (0,9% против 0,5%) и рыбы (0,5% против 0,3%), которое происходит с явным опережением динамики роста цен на мясо в этот период в течение нескольких предыдущих лет. Из других товаров, которые попали в "черный" список, быстро дорожают сыры (0,4% против 0,2%) и яблоки (0,5% против 0,2%). Последнее является наиболее ярким проявлением реакции на запрет, т.к. яблоки в летний период ввиду нового урожая при прочих равных расти в цене не должны. Кроме того, мы обращаем внимание на довольно существенное замедление сезонного удешевления плодоовощной продукции. Напомним, что после весеннего всплеска цен (который еще не был связан с запретом на импорт), плодоовощная продукция стремительно дешевела, что сглаживало другие инфляционные риски. Но теперь снижение ее цен уже сопоставимо с динамикой прошлых лет, к тому же этот фактор и так постепенно исчерпает себя к осени (не говоря уже о том, что цены на овощи в ближайшее время также подвергнутся влиянию запрета). Наблюдается продолжение роста цен на бензин, хотя и более низкими темпами (0,2% против 0,4%), но мы ожидаем, что эта тенденция может сохраниться ввиду давления со стороны акцизов. В ближайшие недели удорожание продуктов питания, скорее всего, продолжится на фоне повышенных инфляционных ожиданий и возможных перебоев с поставками.
- ▶ **РУСАЛ: премия к биржевым ценам на алюминий продолжает расти.** Данные отчетности по МСФО за 2 кв. 2014 г. демонстрируют некоторое улучшение финансовых показателей. На фоне увеличения объемов продаж алюминия и сплавов (+4,6% кв./кв.), повышения котировок металла на LME (+5% до 1 798 долл./т), а также продолжающегося роста премии реализации к ним (+5%) выручка выросла на 6,5% кв./кв. до 2,3 млрд долл.). В связи с более медленным ростом себестоимости (+4% кв./кв.) EBITDA повысилась на 27% кв./кв. до 220 млн долл., впервые с 1 кв. 2013 г., а рентабельность по этому показателю возросла на 1,6 п.п. до 9,7%, максимума с 3 кв. 2012 г. Компания ожидает некоторого сезонного улучшения операционных показателей во 2П 2014 г. (в частности, при росте объемов производства алюминия в пределах 1% п./п. РУСАЛ рассчитывает на дальнейший рост ценовой премии и увеличение EBITDA до 600 млн долл., что более чем на 50% выше, чем в 1П 2014 г.). Чистый операционный денежный поток увеличился до 102 млн долл., прежде всего, благодаря снижению выплат по налогу на прибыль (с 30 до 17 млн долл.), а также небольшому высвобождению средств из оборотного капитала (8 млн долл.). Тем не менее, как и ранее, его не хватило для покрытия инвестиционных потребностей (118 млн долл., на уровне 1 кв. 2014 г.) и выплаты процентов (208 млн долл., +32% кв./кв.). В результате компании пришлось использовать запас денежных средств (которые сократились на 175 млн долл. до 377 млн долл.). Чистый долг вырос до 10,6 млрд долл., а в отношении к LTM EBITDA составил ~17x. На прошлой неделе РУСАЛ завершил реструктуризацию долга на общую сумму 5,15 млрд долл. (первые ежеквартальные выплаты по основному долгу начнутся в январе 2016 г.). По данным отчетности, аналогичные договоренности были достигнуты со Сбербанком по двусторонним кредитам. Судя по котировкам РУСАЛ-8 (YTP 16% @ апрель 2015 г.), инвесторы предполагают меньшую вероятность реструктуризации бумаг в сравнении с Мечелом (его бумаги котируются с YTP 63% @ сентябрь 2015 г.).

## Темы выпуска

- ▶ **Евраз: планы по снижению долга реализуются**
- ▶ **Башнефть: снижает долговую нагрузку за счет авансов**

## Евраз: планы по снижению долга реализуются

**Ослабление рубля и продажа Vitkovice Steel позволили заметно сократить долговую нагрузку**

Евраз (В+/Ва3/ВВ-) опубликовал финансовые результаты за 1П 2014 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Динамика показателей в целом соответствует тенденциям в отрасли. Увеличение разницы между ценами на стальную продукцию и ценами на сырье улучшает показатели металлургических активов (на которые у Евраза приходится 87% выручки). Ослабление рубля оказало позитивный эффект на рентабельность Евраза по EBITDA (+3,3 п.п. до 15,9%), но она заметно уступает Северстали и НЛМК. В 1П благодаря продаже Vitkovice Steel (за 296 млн долл.) и программе повышения эффективности производства/урезания административных издержек (это позволило сэкономить 196 млн долл.) Евразу удалось заметно сократить долговую нагрузку с 3,6х до 3,1х в терминах отношения Чистого долга/LTM EBITDA. Как следствие, компания не нарушает maintenance ковенанты, ограничивающие долговую нагрузку на уровне 3,5х. Также положительным моментом по-прежнему остается то, что риски рефинансирования для компании незначительны: накопленные денежные средства (~1,35 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочный долг. Кроме того, 12 августа Евразу удалось получить синдицированный PXF-кредит в объеме 425 млн долл. По словам менеджмента, планов по продаже североамериканских активов нет.

### Ключевые финансовые показатели Евраза

В млн долл., если не указано иное	1П 2014	2П 2013	изм.
Выручка	6 805	7 092	-4%
ЕБИТДА	1 080	896	+20%
Рентабельность по EBITDA	15,9%	12,6%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль	1	-426	н/а
Операционный поток	844	1 272	-34%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-123	-502	-75%
Капвложения	-339	-410	-17%
Отток по финансовой деятельности	-960	-697	+38%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2014	31 декабря 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	7 479	8 166	-8%
Краткосрочный долг	1 244	1 816	-31%
Долгосрочный долг	5 960	6 041	-1%
Чистый долг	6 095	6 534	-7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,1х	3,6х	

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Негативная динамика цен и объемов продаж...**

В 1П 2014 г. основной причиной снижения выручки п./п. (на 4% до 6,8 млрд долл.) стали 1) сокращение объема продаж стали (-1,9% до 7,65 млн т) вследствие продажи Vitkovice Steel и 2) негативная динамика цен на сталь в России (на которую приходится 78% всех продаж). Так, средняя цена реализации строительного проката и ж/д продукции снизилась п./п. на 6,8% и 5,6% до 593 и 791 долл./т, соответственно.

Негативный эффект оказало снижение продаж железной руды (на 13% п./п. до 7,65 млн т.), при этом самообеспеченность этим видом сырья составила 77% (против 68% в 2013 г.). В угольном сегменте, напротив, наблюдался небольшой рост объема отгрузки (на 3,3% п./п. до 7,43 млн т.), что обусловлено увеличением добычи на Распадской (уровень самообеспеченности 171%). В результате общая выручка горнодобывающего дивизиона сократилась на 11,6% (до 1,3 млрд долл.).

Менеджмент видит основной спрос на свою продукцию от инфраструктурных проектов в РФ, в частности, в рамках подготовки к ЧМ по футболу в 2018 г. Также на внутреннем рынке позитивное влияние оказало снижение импорта строительного проката из Украины. В целом на мировом рынке предложение стали по-прежнему превышает спрос, как следствие, заметного восстановления цен на сталь не ожидается.

**... не помешала росту рентабельности**

Рентабельность по EBITDA стального и горнодобывающего дивизиона повысилась на 2 п.п. до 13,1% и на 6,4 п.п. до 26,3%, соответственно. Это стало следствием снижения издержек (так, благодаря ослаблению рубля денежная себестоимость производства ЖРС сократилась на 15% п./п.) и понижения цен на ЖРС темпами, опережающими динамику цен на сталь (это улучшило показатели стального сегмента).

В 1П 2014 г. операционный денежный поток составил 844 млн долл., что уступает 2П 2013 г. (1,3 млрд долл.) из-за более высоких инвестиций в оборотный капитал (-175 млн долл. против +515 млн долл.). Этого оказалось достаточно для финансирования капитальных вложений (365 млн долл., из них 65% на поддержание действующих мощностей) и выплаты процентов (235 млн долл.). Остаток денежных средств вместе с вырученными от продажи Vitkovice Steel (206 млн долл. за вычетом выплаты специальных дивидендов) был направлен на сокращение долга (его объем сократился на 687 млн долл. до 7,5 млрд долл.). Компания не будет выплачивать дивиденды, пока отношение Чистый долг/LTM EBITDA остается выше 3,0x.

**Евробонды эмитента отыграли ценовые диспропорции**

На рынке евробондов бумаги Евраза предлагают наибольшую доходность среди металлургов. Наша рекомендация от 10 апреля 2014 г. покупать короткий выпуск EVRAZ 15 (YTM 5,9%) реализовалась, доходность выпуска снизилась на 1,5 п.п. Также реализовалась наша рекомендация покупать спред RASPAD 17 - EVRAZ 17, который сузился с 305 б.п. до 120 б.п., что мы считаем справедливым уровнем. В настоящий момент мы не видим диспропорций в евробондах эмитента. Лучшей альтернативой RASPAD 17 мы считаем бумаги KOKSRU 16, предлагающие к ним премию 300 б.п. (несмотря на более высокое автономное кредитное качество). Рублевые выпуски Сибметинвест-1,2 номиналом 20 млрд руб. котируются с YTP 13,0-13,5%@ октябрь 2014 г. (их планируется рефинансировать кредитами), что может представлять некоторый интерес в рамках buy & hold.

**Башнефть: снижает долговую нагрузку за счет авансов****Авансы от Vitol привели к рекордному свободному денежному потоку Башнефти**

Вчера Башнефть (-/Ba2/BB) опубликовала сильные финансовые результаты за 2 кв. 2014 г. по МСФО. На фоне благоприятной рыночной конъюнктуры компания существенно увеличила производственные показатели, что привело к повышению EBITDA на 15%. Более того, Башнефть продемонстрировала рекордный свободный денежный поток в размере 32 млрд руб. благодаря полученным авансам от Vitol (17,3 млрд руб.). Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA снизилась с 1,1x до 1x, но общий долг увеличился на 13% до 165 млрд руб. Стоит отметить, что при учете обязательств по предоплате в составе долга долговая нагрузка осталась бы на прежнем уровне - 1,1x. На телеконференции менеджмент отметил, что компания не нуждается в рефинансировании в текущем году, в следующем году потребности составят около 20 млрд руб., что можно будет осуществить с помощью российских банков при плохой конъюнктуре. При этом Башнефть готова полностью самостоятельно погасить задолженность в случае критической ситуации в банковской сфере. Мы полагаем, что долговая нагрузка в текущем году будет увеличиваться, так как компании предстоит выплатить высокие дивиденды и увеличить инвестиционную программу.

## Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	163 176	146 668	+11%	309 844	260 483	+19%
ЕБИТДА	28 593	24 759	+15%	53 352	43 953	+21%
Рентабельность по ЕБИТДА	17,5%	16,9%	+0,6 п.п.	17,2%	16,9%	+0,3 п.п.
Чистая прибыль	15 868	13 944	+14%	29 812	25 290	+18%
Чистая рентабельность	9,7%	9,5%	+0,2 п.п.	9,6%	9,7%	-0,1 п.п.
Операционный поток	42 001	5 121	+8,2x	47 122	22 757	+2,1x
Капитальные вложения	-9 758	-9 053	+8%	-18 811	-14 282	+32%
Свободный поток	32 243	-3 932	n/a	28 311	8 475	+3,3x

  

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	164 604	145 519	+13%
Краткосрочный долг	24 079	78 003	-69%
Долгосрочный долг	140 525	67 516	+108%
Чистый долг	107 124	114 070	-6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,97x	1,09x	

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

**Башнефть увеличила объемы реализации нефти и нефтепродуктов**

Во 2 кв. 2014 г. Башнефть существенно нарастила добычу (+6,3% кв./кв.) до 4,37 млн тонн в связи с покупкой в конце первого квартала Бурнефтегаза (добыча составила 165 тыс. тонн во 2 кв.) и увеличением добычи на месторождениях им. Требса и им. Титова на 4% кв./кв. до 184 тыс. тонн. Улучшение рыночной конъюнктуры во 2 кв. способствовало повышению объема переработки на НПЗ группы на 3,1% кв./кв. до 5,48 млн тонн. Выпуск продукции вырос на 5,5% кв./кв. до 5,1 млн тонн. Мы полагаем, что к 2020 г., когда ожидается пик добычи на месторождениях им. Требса и им. Титова (4,8 млн тонн против ожидаемых в 2014 г. 0,9 млн тонн), Башнефть с высокой вероятностью сможет обеспечить свои НПЗ собственной нефтью (во 2 кв. показатель был на уровне 80%).

**Рост цен благоприятно сказался на рентабельности**

На фоне благоприятной рыночной конъюнктуры (рост цен и увеличение спроса) рентабельность по ЕБИТДА увеличилась с 16,9% до 17,5%, а сам показатель вырос на 15% до 28,6 млрд руб. Поддержку рентабельности оказал и контроль над операционными расходами. Так, удельные затраты на добычу нефти сократились на 0,2% кв./кв. до 264,2 руб./барр. Однако удельные затраты на переработку выросли на 3,9% кв./кв. до 138,5 руб./барр. из-за дополнительных ремонтных работ во 2 кв.

Несмотря на разработку месторождений им. Требса и им. Титова, капитальные затраты выросли лишь на 8% кв./кв. до 9,76 млрд руб. в связи с сокращением инвестиций в переработку и реализацию. Напомним, Башнефть планирует капитальные вложения на уровне 8,1 млрд долл. в 2014-2018 гг.

**ИРО откладывается**

Потенциальное IPO, которое могло стать дополнительным положительным фактором для кредитного профиля компании, и ожидалось в сентябре этого года, откладывается из-за судебных разбирательств вокруг Башнефти. Напомним, в начале июля был наложен судебный арест на акции компании, принадлежащие основному акционеру АФК "Система" в рамках дела У. Рахимова, бывшего президента Башнефти и сына экс-президента Башкирии М. Рахимова, о присвоении акций компании. Кроме того, 4 июля был подан иск миноритарным акционером, оспаривающий решение совета директоров о переоформлении лицензии на месторождения им. Требса и им. Титова с Башнефти на СП с ЛУКОЙЛом. В конце июля президенты Башнефти и ЛУКОЙЛа отправили письмо генеральному прокурору с просьбой провести расследование "вероятных рейдерских атак". Но 27 августа Мосгорсуд признал законным арест пакета акций Башнефти. По данным Ведомостей, еще до объявления IPO пакетом акций в Башнефти интересовались ННК Э. Худайнатов и Роснефть.

28 августа 2014 г.

Рублевые выпуски Башнефти не отличаются высокой ликвидностью и котируются на уровне YTP 10,5% @ февраль 2020 г. (Башнефть-7,9) и YTP 10% @ февраль 2018 г. (Башнефть-6,8), что соответствует премии к кривой ОФЗ в 140-150 б.п., что выглядит дорого для бумаг 2-го эшелона.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: у населения «пропал аппетит»

Промышленность в июне: «маски» сняты

Новый официальный макропрогноз: рост «вопреки»

### Валютный рынок

ЦБ продолжает повышать гибкость курса

### Монетарная политика ЦБ

Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности

### Долговая политика

Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке

### Рынок облигаций

ОФЗ дороги даже при инфляции 6% за 2014 г.

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Торговый баланс: импортная поддержка

Отток капитала — худшее позади

### Инфляция

Снижение инфляции не оправдывает ожиданий

Инфляция «болеет» вместе со свиньями

### Ликвидность

Годовой аукцион 312-П принесет в банковскую систему 200 млрд руб.; позитивно для ставок

ЦБ увеличивает потенциал кредитов по 312-П

ЦБ снижает дисконты по залогам

Новая схема фондирования от ЦБ РФ: адресное решение проблем с ликвидностью

### Бюджет

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

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Валюта и рубли уходят со счетов корпоративных клиентов

Чистый спрос населения на валюту в мае вновь усилился

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

## 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
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843
Карина Клебенкова		(+7 495) 721-9983

---

### 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.