

Пульс рынка

- **Сильный ВВП США "бросает тень" на оценки FOMC.** Основным событием на глобальных рынках вчера стала публикация предварительных данных по ВВП США за 2 кв., которые оказались заметно лучше ожиданий (рост экономики составил +4% против консенсус-прогноза +3,1%), также финальная оценка за 1 кв. была повышена на 0,8 п.п. до -2,1%. Основной вклад внесли конечные продажи товаров на внутреннем рынке (+2,8% кв./кв.). Эта макростатистика не вызвала ралли на американских рынках (индексы акций по итогам торгов почти не изменились), что, по-видимому, обусловлено опасениями того, что ФРС в настоящее время недооценивает улучшений на рынке труда и инфляционные риски. Кстати говоря, по итогам завершившегося вчера заседания FOMC остался верен своему курсу монетарной политики (объем программы QE был урезан еще на 10 млрд долл. до 25 млрд долл. в месяц): высокий объем свободной рабочей силы требует сохранения ставок на низком уровне продолжительное время (согласно центральному прогнозу, ключевая ставка будет повышена не ранее середины 2015 г.). Тем не менее, независимые оценки состояния рынка труда говорят об обратном: работодателям сложно найти кандидатов для заполнения свободных вакансий. Ошибка ФРС в оценке состояния экономики может привести к агрессивному повышению ставок (возможно, непредсказуемому) уже не в столь отдаленном будущем (когда инфляционные риски станут очевидными), от чего пострадают перегретые финансовые рынки США. Возможно, слишком мягкая политика ФРС связана с политическими причинами (выборы в Конгресс пройдут в ноябре). На российском рынке бондов под давлением продавцов оказались выпуски РСХБ (они подешевели на 1,75-3 п.п., отыграв некоторое "отставание" от рынка), в результате они оказались над кривой ВТБ. Основным событием сегодняшнего дня станет публикация деталей объявленных вчера экономических санкций ЕС против РФ.
- **Северсталь (BB+/Ba1/BB+): на пути к инвестиционной категории.** Опубликованная вчера отчетность компании по МСФО за 2 кв. 2014 г., как и за два предшествующих квартала, произвела на нас позитивное впечатление. Компания повысила кв./кв. рентабельность по EBITDA (на 0,8 п.п. до 18,6%) за счет как увеличения цен реализации стальной продукции (в среднем на 4% до 644 долл./т по российскому дивизиону), так и сокращения операционных издержек (так, на Олконе себестоимость производства ЖРС снизилась на 17 кв./кв. до 39 долл./т). Во 2 кв. произошло сезонное улучшение конъюнктуры на рынке стали, но в большой степени это проявилось в российском сегменте (его доля в продажах выросла на 4 п.п. до 64%), где заметный спрос формирует строительство жилья и газовая промышленность (строительство Южного потока). Таким образом, стратегия компании частично перенести реализацию продаж на 2 кв. в ожидании более благоприятной ценовой конъюнктуры оправдалась. Сокращение запасов (на 242 млн долл.) внесло основной вклад в увеличение операционного потока (с 488 млн долл. в 1 кв. до 684 млн долл.), отметим, что во 2П компания не планирует высвобождение средств из оборотного капитала. Как и в предшествующих кварталах, операционный поток оказался заметно выше капвложений (во 2 кв. они составили всего 211 млн долл., что на 20% ниже кв./кв.), кроме того, компания сократила Чистый долг в абсолютном выражении на 472 млн долл. (в частности, были выкуплены бонды выпусков CHMFRU 16, 17 на сумму 288 млн долл.) до 3 млрд долл., а в отношении к LTM EBITDA с 1,6х до 1,3х. Значительное снижение долговой нагрузки может произойти во 2П, когда будет завершена продажа североамериканских активов: PBS Coal - за 60 млн долл. (денежная составляющая), а также металлургических заводов Dearborn LLC и Columbus LLC - за 2,3 млрд долл. (ожидаемый убыток от их выбытия (обесценение основных средств) в размере 1,07 млрд долл. уже отражен в P&L за 2 кв.). Северсталь планирует направить 1,3 млрд долл. на снижение долговой нагрузки (по нашим оценкам, она сократится до 0,88х в терминах Чистый долг/LTM EBITDA), а остальное - на выплату специальных дивидендов. Мы считаем, что кредитное качество Северстали соответствует инвестиционной категории, на это указывают и позитивный прогноз по рейтингу Moody's, отстающий от "Baа3" лишь на одну ступень. Воспрепятствовать снижению долга могут сделки M&A. В частности, не исключена покупка активов Мечела (если они будут выставлены на продажу в ходе реструктуризации). Среднесрочные бонды CHMFRU 16-18 котируются с дисконтом к бумагам НЛМК, что мы считаем оправданным с точки зрения кредитных метрик. Наша рекомендация от 5 мая 2014 г. продавать VIP 23 и покупать CHMFRU 22 реализовалась: спред между ними расширился с 24 б.п. до 85 б.п. (это соответствует 4 п.п. от номинала). В настоящий момент бонды эмитента выглядят дорого, лучшей альтернативой являются бумаги TMENRU 18 (+50 б.п. к выпуску CHMFRU 18).

Темы выпуска

- **НОВАТЭК: санкциям вопреки**

НОВАТЭК: санкциям вопреки

Долговая нагрузка сократилась до 0,8х

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2014 г., которые мы оцениваем позитивно. Долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/ЕБИТДА сократилась с 1,3х до 0,8х в основном за счет поступления почти 35 млрд руб. в рамках сделки по продаже доли (9,8%) СеверЭнергии Газпром нефти. При этом НОВАТЭК продолжает демонстрировать существенное улучшение финансовых показателей. ЕБИТДА выросла на 71% г./г. до 36,9 млрд руб. Рентабельность по данному показателю достигла 41,7%.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2014	2 кв. 2013	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	88 370	58 030	+52%	177 046	138 595	+28%
ЕБИТДА	36 889	21 539	+71%	75 160	54 201	+39%
Рентабельность по ЕБИТДА	41,7%	37,1%	+4,6 п.п.	42,5%	39,1%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль	31 950	11 602	+175%	57 105	34 428	+66%
Чистая рентабельность	36,2%	20,0%	+16,2 п.п.	32,3%	24,8%	+7,4 п.п.
Операционный поток	23 657	15 758	+50%	50 747	41 290	+23%
Капитальные вложения	-17 223	-18 006	-4%	-32 244	-29 901	+8%
Свободный поток	6 434	-2 248	н/а	18 503	11 389	+62%

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	160,8	166	-3%
Краткосрочный долг	5,5	24	-77%
Долгосрочный долг	155,3	142	+10%
Чистый долг	114,5	158	-27%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,80	1,30	-38%

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Временно низкий уровень добычи газа из-за обмена активами с Роснефтью

Во 2 кв. 2014 г. добыча углеводородов увеличилась незначительно (+3,2% г./г.) до 111 млн барр. н.э., т.к. добыча газа сократилась на 2,6% г./г., а производство жидких углеводородов выросло на 15,6% г./г. Напомним, НОВАТЭК обменял собственную долю в Сибнефтегазе на долю Роснефти в СеверЭнергии, что и стало причиной сокращения добычи газа, так как СеверЭнергия находится на начальном этапе развития. Мы полагаем, что сегмент жидких углеводородов станет основным фактором роста показателей компании в среднесрочной перспективе. Напомним, что НОВАТЭК завершил модернизацию Пуровского завода, увеличив его мощность с 5 до 11 млн тонн, а завод в Усть-Луге с этого года сможет перерабатывать до 7,2 млн тонн конденсата (1,9 млн тонн в 2013 г.).

Рост продаж жидких углеводородов поддерживает рентабельность

Несмотря на рост налоговой нагрузки на газовую отрасль, рентабельность НОВАТЭКа по ЕБИТДА увеличилась г./г. во 2 кв. 2014 г., как за счет повышения объемов реализации более маржинальной продукции (жидких углеводородов), так и за счет роста цен на газ на 15% с 1 июля 2013 г. Но кв./кв. рентабельность все же сократилась, что связано с увеличением закупки углеводородов у совместных предприятий в период сокращения спроса на продукцию.

Капитальные вложения останутся на высоком уровне

Капитальные вложения во 2 кв. 2014 г. снизились на 4% г./г. до 17,2 млрд руб. Напомним, что в этом году НОВАТЭК планировал сохранить их на уровне 2013 г. (~60 млрд руб.). Благодаря увеличению операционного денежного потока на 50% г./г. свободный денежный поток вышел в положительную зону и достиг 6,4 млрд руб.

Мы считаем, что НОВАТЭК может обеспечить финансирование своей инвестиционной программы (60 млрд руб. в 2014 г.) и дивидендные выплаты (около 29 млрд руб. в 2014 г.) за счет собственных средств. На конец 2 кв. 2014 г. на балансе компании находилось 46,3 млрд руб. денежных средств, а краткосрочный долг составлял лишь 5,5 млрд руб. По нашему мнению, санкции против НОВАТЭКа не повлияют существенным образом на его операционную деятельность, так как компания уже подписала меморандум по проектному финансированию Ямал СПГ с китайскими партнерами. Ожидается, что сделка будет закрыта до конца года.

**Рекомендуем покупать
спред TMENRU18 -
URKARM 18**

В ответ на санкции США бонды НОВАТЭКа оказались под сильным давлением продавцов, в результате их премия к кривой Газпрома (которого санкции пока не коснулись) увеличилась с нуля до 50 б.п. В среднесрочной перспективе предложения от эмитента долларовых бондов (и, скорее всего, номинированных в евро) ждать, очевидно, не стоит, что снижает потенциал для дальнейшего роста доходностей выпусков, находящихся в обращении. В сегменте нефтегазовых бумаг мы считаем недооцененными TMENRU 18 в сравнении с URKARM 18 (премия составляет 50 б.п., разница в купонах - 416 б.п.). Для консервативных инвесторов интерес представляет покупка с удержанием до погашения бумаг TMENRU 16 с YTM 4,25%, который включен в список РЕПО ЦБ (= валютный своп по ставке РЕПО с ЦБ + высокая ставка в долларах).

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 Шопедько		(+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.