

Пульс рынка

- **Временное затишье.** В отсутствие важных новостей рынки вчера находились в боковом движении. Американские индексы завершили день в небольшом минусе, доходность 10-летних UST подросла до УТМ 2,63%. Объем заказов на машины в Японии (опубликован сегодня) вырос в июне на 4,9% г./г., что хоть и лучше ожидавшихся +2,6% г./г., но заметно уступает значению предшествующего месяца (+16,5% г./г.). Принимая во внимание опубликованные вчера слабые цифры по ВВП и промпроизводству, не исключено, что правительство Японии может снизить налоги для корпораций. Небезыntenесными оказались данные по бюджету Казначейства США, дефицит которого, накопленный с начала текущего фискального года (за 10 месяцев ~607 млрд долл.), сократился на 38% г./г. Это стало следствием роста доходов на 13,9% (повышение налоговых поступлений от физлиц и корпораций) и сокращения расходов на 2,9% (урезание затрат на оборону и удешевление стоимости обслуживания госдолга). Несмотря на большой прогресс в снижении бюджетного дефицита, в октябре-ноябре перед США вновь встанет вопрос о потолке госдолга, который может эскалировать конфликт между республиканцами и демократами.
- **Вчера ЦБ снова сдвинул границы плавающего коридора бивалютной корзины вверх на 5 копеек...** что полностью подтвердило наши прогнозы. Новые границы теперь составляют 31,95-38,95 руб. Хотя в последние дни цена бивалютной корзины отдалась от верхней границы и колебалась около промежуточного рубежа (37,9 руб.), где интервенции снизились до 200-300 млн долл. в день, это, как мы и ожидали, не помешало очередному сдвигу. Таким образом, полностью реализуются наши опасения о том, что постепенное смещение границ не останавливает более глубокое падение курса, которое продолжается сегодня с утра, несмотря на довольно нейтральный фон на внешних рынках и рост цены на нефть Brent более чем на 1 долл. до 109,6 долл./барр.
- **...будет ли Минфин покупать или продавать валюту на открытом рынке, и как это отразится на рубле?** В опубликованном вчера ЦБ обзоре финансового рынка за 1П 2013 г. говорится, что «в рамках согласованной политики ЦБ и Минфина в случае превышения предложения иностранной валюты над спросом на валютном рынке с августа Минфин будет самостоятельно осуществлять покупку иностранной валюты для пополнения госфондов». Появление этой фразы важно, поскольку отчасти проливает свет на подробности нового механизма. Из нее косвенно следует, что Минфин может покупать валюту во время ослабления ее курса, что не противоречило бы по своему принципу и направлению интервенциям ЦБ. Однако сейчас ЦБ не покупает, а продает валюту, и появление на этом фоне анонсированных в августе покупок валюты Минфином выглядело бы противоречиво. Мы неоднократно указывали на риски возникновения данного несоответствия, прогнозируя ослабление рубля на 3 кв. При этом до сих пор нет официальных сведений о том, каким может быть поведение министерства, если рыночное равновесие сместится в сторону спроса на валюту, а именно такая ситуация продолжается с начала августа. Тем не менее, исходя из наших оценок ухудшения состояния бюджета, вполне возможно, что либо покупки будут совсем символическими, либо покупать валюту для трансферта Минфину в 2013 г. и не понадобится, так как дополнительные доходы от нефти и газа могут потребоваться для компенсации растущего дефицита (из-за падения нефтегазовых сборов). Напомним, что рассматриваемые сейчас бюджетные корректировки на 2013 г. допускают сценарий, при котором Минфину в этом году возможно придется распечатывать, а не пополнять Резервный фонд. В таком случае со стороны Минфина сейчас более логичны были бы продажи валюты. Однако они, как мы уже упоминали, едва ли смогут оказать серьезное воздействие на рубль. В любом случае окончательное решение о стратегии Минфина по данному вопросу, скорее всего, станет известно уже в течение месяца, когда планируется завершить находящиеся сейчас на рассмотрении поправки к бюджетному плану.

Темы выпуска

- НЛМК: временное улучшение
-

НЛМК: временное улучшение

Результаты 2 кв. оцениваем нейтрально

НЛМК (BB+/Baa3/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по US GAAP, которые мы оцениваем нейтрально. Временное повышение мировых цен на сталь в 1 кв. (которые отразились с лагом в результатах 2 кв.), сезонное увеличение объемов реализации в РФ (строительный сектор и трубная промышленность) и рост доли продукции с высокой добавленной стоимостью, а также снижение цен на сырье (в частности, коксующийся уголь) способствовали некоторому улучшению основных финансовых показателей компании. Выручка осталась почти на уровне предыдущего квартала (-1% кв./кв.), при этом показатель EBITDA вырос на 26% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 3 п.п. до 14%, соотношение Чистый долг/EBITDA повысилось с 2,1х до 2,2х при снижении уровня Чистого долга.

Риски рефинансирования незначительны

Краткосрочный долг за 2 кв. снизился с 1,5 млрд долл. до 994 млн долл., риски рефинансирования по-прежнему остаются незначительными, поскольку накопленные денежные средства (1,2 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочную часть долга. Кроме того, компании доступны кредитные линии на сумму 2,3 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	2 829	2 856	-1%	3 257	-13%
Валовая прибыль	552	524	+5%	881	-37%
Валовая рентабельность	19,5%	18,3%	+1,2 п.п.	27,1%	-7,6 п.п.
EBITDA	400	318	+26%	596	-33%
Рентабельность по EBITDA	14,1%	11,1%	+3 п.п.	18,3%	-4,2 п.п.
Чистая прибыль	33	35	-6%	276	-8,4х
Операционный поток	320	261	+23%	304	+5%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-51	-323	-6,3х	-603	-11,8х
Капвложения	-221	-154	+43%	-453	-51%
Финансовый поток	-266	292	-	111	-

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 786	4 944	-3%
Краткосрочный долг	994	1 484	-33%
Долгосрочный долг	3 792	3 459	+10%
Чистый долг*	3 545	3 724	-5%
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,23х	2,08х	-

* Без учета краткосрочных финансовых вложений

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы реализации стабильны, структура продаж улучшилась

Объемы реализации металлопродукции во 2 кв. остались на уровне предыдущего 1 кв. - 3,8 млн т с сезонным повышением доли продаж в РФ на 2 п.п. до 37%. Во 2 кв. также произошло улучшение структуры продаж: +4% кв./кв. по продукции с добавленной стоимостью и -17% кв./кв. по слябам.

Выручка снижалась только в сегменте зарубежного проката

Мировые цены на сталь во 2 кв. снижались на 6-8%, однако их повышение в 1 кв. (+8,5%) с лагом частично (экспортная выручка) отразилось во 2 кв., что временно поддержало выручку. Цены же на российском рынке оставались стабильными в рублевом выражении, однако определенное давление оказало ослабление рубля к доллару США (валюте отчетности) на 4% кв./кв. Выручка НЛМК во 2 кв. незначительно снизилась (-1% кв./кв.), при этом сокращение выручки кв./кв. произошло только в сегменте "Зарубежный прокат" (заводы в США и Европе, до 25% в общей выручке) из-за снижения мировых цен и объемов реализации.

Рост EBITDA за счет структуры продаж, лага в отражении экспортных цен и снижении затрат на

Заметный рост EBITDA (+26% кв./кв. до 400 млн долл.) был достигнут благодаря: 1) большей доле продаж с высокой добавленной стоимостью, 2) положительному эффекту от задержки отражения экспортных цен, 3) сокращению расходов на сырье (снижение цен на коксующийся уголь, ослабление рубля к доллару США) и 4) снижению SG&A затрат в связи с сокращением продаж на экспорт в пользу реализации в РФ. Рентабельность по EBITDA повысилась с 11% до

сырье	14%, в основном за счет стального сегмента, в котором этот показатель восстановился с 4% в 1 кв. до 10% во 2 кв. Рентабельность сырьевого сегмента по-прежнему высока - 65%.
Снижение мировых цен на сталь и ухудшение структуры продукции, на наш взгляд, приведет к сокращению маржи в 3 кв.	Компания представила достаточно осторожный прогноз на 3 кв. 2013 г. НЛМК ожидает повышения производства стали на 4% кв./кв., в основном в результате запуска завода сортового проката НЛМК-Калуга. При этом на этапе запуска большую часть продукции традиционно будут составлять полуфабрикаты, что в краткосрочной перспективе приведет к некоторому ухудшению структуры продукции. По оценкам компании, выручка в 3 кв. останется на уровне 2 кв., чего, видимо, планируется достичь за счет роста объемов продаж. При этом снижение мировых цен на металлопродукцию во 2 кв. (с продолжением снижения в среднем на 3% за июль - первую половину августа), а также временное повышение производства полуфабрикатов, по нашим оценкам, окажет давление на рентабельность в 3 кв.
Во 2 кв. свободный денежный поток по-прежнему положительный	Операционный денежный поток во 2 кв. вырос на 23% кв./кв. до 320 млн долл. за счет тех же факторов, что и EBITDA. Его было достаточно для финансирования капзатрат (221 млн долл.). Капвложения на 2013 г. запланированы в объеме 1 млрд долл., что на 30% ниже уровня 2012 г., поскольку ряд крупных проектов уже завершен (в частности, один из ключевых - строительство завода сортового проката в Калуге). Согласно заявлениям менеджмента, компания имеет гибкость в реализации капзатрат, которые в зависимости от рыночной конъюнктуры могут сокращаться. При этом снижение капвложений может также способствовать увеличению свободного денежного потока, который может быть направлен на погашение долга.
Компания имеет гибкость в реализации капзатрат	В июне НЛМК в день oferty досрочно погасил два выпуска БО-2,3 общим номиналом 10 млрд руб., которые после отчетной даты были замещены двумя 3-летними рублевыми выпусками БО-11,12 общим номиналом 10 млрд руб. Если компания не будет погашать долг, долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) продолжит расти в результате снижения LTM EBITDA, что также может оказать давление на рейтинг НЛМК. Напомним, что в июне S&P понизило кредитный рейтинг компании до BB+ связи с ухудшением конъюнктуры на металлургическом рынке и снижением ее кредитоспособности. В июле Fitch изменило прогноз по рейтингу со стабильного на негативный.
Рублевые облигации НЛМК выглядят дорого	Рублевые облигации эмитента торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 160-170 б.п. В частности, самые длинные НЛМК-8 предлагают YTM 7,85% @ декабрь 2015 г. (=ОФЗ+165 б.п.), что соответствует доходностям квазисуверенных бумаг 1-го эшелона: так, выпуски Роснефть-6,9 предлагают YTP 8,1% @ июнь 2018 г. В то же время на рынке евробондов НЛМК котируются с премией к бумагам нефтегазового сектора 1-го эшелона в размере 100 б.п., что, по нашему мнению, отражает различие конъюнктуры рынков стали и нефти. Лучшей альтернативой рублевым бумагам НЛМК выпуски Роснефть-6,9, которые имеют небольшой потенциал для ценового роста в случае снижения ставок РЕПО ЦБ (мы ожидаем в сентябре).
PGILLN 20 недооценены	На рынке евробондов в настоящий момент выпуск PGILLN 20 предлагает наибольшую доходность среди бумаг корпоративных эмитентов с инвестиционным рейтингом, премия к NLMK 19 составляет 40 б.п. Цены на золото в последнее время находятся около 1300 долл./унция, при этом денежная себестоимость у Полюс Золота (BB+/-/BBB-) составила 694 долл./унция за 2012 г., что свидетельствует о наличии высокого запаса прочности. Мы рекомендуем играть на сужении спреда PGILLN 20 - NLMK 19.

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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.