



19 мая 2017 г.

Мировые рынки

Отскок после распродажи

На финансовых рынках вчера наблюдалось восстановление котировок после заметного падения индексов американских акций накануне (индекс S&P поднялся на 0,4%), которое выглядит обычной технической коррекцией в отсутствие признаков улучшения политических рисков в США (Д. Трамп назвал давление на себя беспрецедентным, сравнив его с "охотой на ведьм", отвергнув появившиеся обвинения о вмешательстве в расследование ФБР). Поддержку рынка оказала очередная позитивная порция макростатистики по США: число первичных заявок на пособия по безработице оказалось ниже ожиданий, при этом число получающих пособия по безработице опустилось до многолетнего минимума (<1,9 млн), значение индекса деловой активности (рост заказов и отгрузок) в Филадельфии в мае продемонстрировал заметный рост. Принимая во внимание политический кризис, беспокойство вызывает согласование проекта бюджета: налоговая реформа и инфраструктурные инвестиции требуют сокращения определенных расходов, Д. Трамп предлагает урезать социальные программы (социальное обеспечение и медицинское страхование), что, скорее всего, встретит жесткое сопротивление в Конгрессе. В этой связи достичь озвученные министром финансов 3% роста ВВП, скорее всего, не удастся. Отметим, что появление "медвежьих" настроений на американском рынке пока никак не сказалось на предполагаемом повышении ключевой ставки США (+25 б.п. в июне с вероятностью 94%).

Экономика

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

В опубликованном вчера обзоре ЦБ "Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки" в апреле, согласно оценкам регулятора (данные НРД еще не опубликованы), позиция нерезидентов в ОФЗ выросла всего на 38,9 млрд руб., то есть большая часть госбумаг, размещенных на сумму 160 млрд руб., была куплена локальными инвесторами, реинвестировавшими средства от погашения выпуска ОФЗ на 150 млрд руб. (т.к. доля нерезидентов в коротких бумагах невысока). Для сравнения, по данным НРД, в марте нерезиденты нарастили свою позицию на 196 млрд руб. при чистом размещении 152 млрд руб. В целом с начала этого года произошло нетипичное увеличение активности нерезидентов на локальном рынке, несмотря на то, что премия (50-100 б.п.) к долгам Мексики и Индии уже не так высока, как в прошлом году (>140 б.п.): так, в январе-апреле нерезиденты купили 327 млрд руб. в 2017 г. против всего 115 млрд руб. в 2016 г. По нашему мнению, (т.к. такая активность не находит отражения в притоке капитала по платежному балансу) подобный всплеск активности может быть обусловлен появлением некоторых локальных инвесторов, которые по каким-то причинам покупают ОФЗ через иностранную юрисдикцию (офшоры). Таким образом, эти инвесторы в апреле могли снизить свою активность на рынке ОФЗ (на последнем аукционе Минфину пришлось предоставить существенный ценовой дисконт, хотя значительного ухудшения внешнего фона/ослабления рубля не наблюдалось).

Также в своем обзоре ЦБ отмечает, что нерезиденты с начала года заметно нарастили рублевые нетто-заимствования на рынке валютных свопов (с нулевых в феврале до 500 млрд руб. на конец апреля, +100 млрд руб. за апрель), что в отсутствие покупок ими госбумаг может отражать увеличение короткой позиции по рублю (этому могли способствовать заявления официальных лиц об избыточном укреплении рубля). Это является одним из факторов сужения спредов MosPrime-FX Swap в диапазон 0-50 б.п. Как следствие, закрытие нерезидентами коротких позиций по рублю будет способствовать расширению этих спредов. Мы также ожидаем некоторое ослабление рубля из-за падения сальдо счета текущих операций, однако его масштаб зависит от объема валюты, который локальные участники еще могут сконвертировать в рубли (сверх текущих уровней конвертации поступающей экспортной выручки).

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: Америка спешит на помощь. См. стр. 2

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

По данным Росстата, промпроизводство в России в апреле 2017 г. выросло на 2,3% г./г. (0,8% г./г. в марте). Таким образом, с начала года промышленность смогла нарастить выпуск на 0,7% г./г., что выглядит гораздо лучше слабых результатов 1 кв. 2017 г. (0,1% г./г.).

В то же время динамика роста пока, на наш взгляд, остается неустойчивой. Так, согласно сезонно сглаженным данным, рост в апреле (0,8% м./м.) остался на уровне января (0,7% м./м.) и не смог достичь мартовских темпов (1,3% м./м.).

Лидерами роста выступают энергетика (5,5% г./г. против 0,4% г./г. в марте) и сектор добычи полезных ископаемых (4,2% г./г. против 0,2% г./г. в марте), в то время как обрабатывающие производства продемонстрировали довольно слабые результаты (0,6% г./г. против 1% г./г. в марте).

Рост выпуска добычи полезных ископаемых г./г. в основном связан с эффектом низкой базы прошлого года, который в перспективе будет нивелироваться постепенным сокращением добычи нефти. Выпуск сектора энергетики в апреле был поддержан увеличением потребления электроэнергии и мощности. Это может объясняться более низкой по сравнению с прошлым годом среднемесячной температурой: по данным Системного оператора ЕЭС, в апреле 2017 г. ее значение в среднем по энергосистеме составило 4,7 °С, что на 2,2 °С ниже, чем в апреле прошлого года. Из-за температурного фактора наибольший рост выработки электроэнергии был зафиксирован в энергосистеме центра России (10,5% г./г.), где разница температур с прошлым годом оказалась особенно ощутимой.

Динамика сектора обрабатывающих производств пока выглядит хуже вышеперечисленных секторов. Одни из основных представителей отрасли (химия, металлургия, машиностроение) пока демонстрируют неустойчивость выпуска важнейших товаров. Часть производства (например, в металлургии) компании переориентируют с внутреннего рынка на экспорт (вследствие низкого спроса на внутреннем рынке из-за слабых экономических условий и инвестиций) на фоне сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры, благодаря чему несырьевой экспорт с начала года заметно вырос. Мы полагаем, что уверенное восстановление промышленности может начаться с ростом внутреннего спроса. На текущей год наш базовый сценарий предполагает рост промпроизводства на 1% г./г.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

ТМК: Америка спешит на помощь

Слабые результаты за 1 кв.

ТМК (B+/B1/-) опубликовала слабые финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. по МСФО, оказавшиеся в целом на уровне предыдущего 4 кв. и сезонно низкого 3 кв., в котором компания проводит плановые ремонты. Причем результаты были бы хуже, если бы не американский дивизион, в котором произошли существенные улучшения - рост объемов продаж (+38% кв./кв.) за счет повышения объемов бурения (количество буровых установок +26% кв./кв.) при стабильной цене на нефть.

Долговая нагрузка остается на уровне 5,0х

Выручка повысилась на 5% кв./кв., EBITDA - на 1% кв./кв., рентабельность по EBITDA сократилась на 0,5 п.п. до 15%. По-прежнему основным негативным моментом остается высокая долговая нагрузка - по нашим оценкам, 5,0х Чистый долг/EBITDA LTM. Напомним, по итогам 2017 г. компания осторожно оценивала ее снижение до 4,0х, заявляя при этом, что не исключает выплаты дивидендов по итогам 2016 г. (Совет директоров рекомендовал выплатить дивиденды за 2016 г. в размере 2 млрд руб., ~35 млн долл. по текущему курсу).

Накопленных денежных средств (459 млн долл.) недостаточно для погашения краткосрочного долга (617 млн долл.), однако большая его часть гасится в 1 кв. 2018 г. - 448 млн долл., из них 231 млн долл. евробонд TRUBRU 18. При этом у компании имеются невыбранные кредитные линии в объеме 448 млн долл. Во 2-4 кв. 2018 г. ТМК необходимо погасить/рефинансировать всего 142 млн долл., а пик погашений приходится на 2019 г. - 1,1 млрд долл. Компания рассматривает различные источники рефинансирования, с большей вероятностью - рублевые облигации, а не евробонды.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	944	902	+5%	944	761	+24%
EBITDA	142	140	+1%	142	120	+18%
Рентабельность по EBITDA	15,0%	15,5%	-0,5 п.п.	15,0%	15,8%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	42	84	-50%	42	14	+3,0x
Операционный поток	89	192	-54%	89	46	+93%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-68	16	-	-68	-36	+89%
Капвложения	-62	-65	-4%	-62	-24	+2,6x
Финансовый поток	149	-127	-	149	-105	-
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2017			31 дек. 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 239			2 918		+11%
Краткосрочный долг	617			268		+2,3x
Долгосрочный долг	2 622			2 650		-1%
Чистый долг	2 779			2 641		+5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	5,0x			5,0x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж снижались из-за ТБД

Физические объемы реализации в 1 кв. снизились на 4% кв./кв. до 848 тыс. т из-за падения продаж сварных труб (в частности, ТБД) на 25% кв./кв. до 186 тыс. т, при этом отгрузка бесшовных труб выросла на 4% кв./кв. до 663 тыс. т. В российском дивизионе объемы упали на 10% кв./кв. до 675 тыс. т в результате сокращения продаж ТБД (которые имеют большой тоннаж, поэтому оказывают заметное влияние на объемы), в американском дивизионе отгрузка (как бесшовных, так и сварных труб) продолжила расти высокими темпами (+38% кв./кв. до 128 тыс. т).

Сокращение выручки в России было компенсировано ростом в США

При падении объемов реализации в российском дивизионе на 10% выручка сократилась лишь на 2% кв./кв. до 727 млн долл. в результате укрепления рубля (на 7% кв./кв.) и улучшения структуры продаж (трубы OCTG для нефтегазовых компаний), при этом повышение цен компанией отразится в результатах не ранее 2П 2017 г. В США выручка росла теми же темпами, что и объемы отгрузки - на 39% кв./кв. до 170 млн долл. Рентабельность российского дивизиона в 1 кв. снизилась на 1 п.п. до 18%, давление на показатель оказал рост стоимости сырья (г/к рулон), а американский дивизион стал прибыльным на уровне EBITDA (9 млн долл.) против убытка 9 млн долл. в 4 кв.

Операционный денежный поток снизился на 54% кв./кв. до 89 млн долл., в том числе, из-за инвестиций в оборотный капитал в объеме 34 млн долл. после высвобождения 55 млн долл. кварталом ранее. Капвложения составили 62 млн долл., план компании по инвестициям на 2017 г. - не более 200 млн долл., из них maintenance capex - 80 млн долл.

Рост рынка США не повысит рентабельность

Компания прогнозирует, что рентабельность по EBITDA в этом году останется на уровне 2016 г. при росте абсолютных показателей за счет американского дивизиона. Кроме того, ТМК ожидает продолжения сокращения объемов поставок труб большого диаметра в связи с завершением и/или переносом сроков трубопроводных проектов.

Бонды ТМК выглядят дорого, торгуясь к Евразу с премией всего 10-15 б.п., учитывая, что кредитное качество последнего значительно лучше (3,1x Чистый долг/EBITDA), чем у ТМК.

19 мая 2017 г.

Лучшей альтернативой (для инвесторов, готовых к кредитному риску) мы считаем бумаги IMHRUS 18 (@ 10,75%), которые имеют низкую ликвидность (в обращении осталось всего 77 млн долл.) и котируются с YTM 5,8%. Для консервативных инвесторов мы рекомендуем EVRAZ 21 с YTM 4,8%, его премия 70 б.п. к более коротким EVRAZ 20 выглядит высокой.

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

Потребительский спрос: кратковременные улучшения?

Промышленность вернулась к росту

Прогноз МЭР: рост экономики без деталей реформ

Рынок облигаций

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Структура покупателей ОФЗ: "необычные" нерезиденты сформировали основной спрос в 1 кв. 2017 г.

В 1 кв. появился крупный локальный участник на рынке ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Нетипичные условия 1 кв. обусловили положительную обратную связь интервенций Минфина

Платежный баланс: сезонность пока позволяет рублю игнорировать и нефть, и покупки Минфина

Минфин в феврале купил больше валюты, чем требовалось

Инфляция

Инфляция продолжает ускоряться

Монетарная политика ЦБ

ЦБ дал сигнал о снижении ставки на ближайшем заседании

Обзор инфляционных ожиданий не добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

"Фискальная девальвация": вопрос времени

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Банковский сектор

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов

Февральский запас валютной ликвидности может растаять к лету



#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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	ТКС Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+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
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
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.