Raiffeisen RESEARCH

Fixed Income Daily

28 июля 2014 г.

Пульс рынка

- **Под угрозой жестких санкций против РФ со стороны ЕС.** США продолжают оставаться источником негативного новостного фона в отношении РФ: в частности, в конце прошлой недели официальный представитель Белого Дома Дж. Эрнест обвинил "русских" и лично президента РФ в крушении малазийского самолета, несмотря на то, что официальное расследование еще не завершено, и прямых доказательств американская сторона не предоставила. Между тем, Еврокомиссия призывает глав стран ЕС в ускоренном порядке (уже завтра) поддержать пакет секторальных санкций, которые в частности предполагают запрет европейским лицам предоставлять финансирование (в т.ч. долговое со сроком до погашения более 90 дней) российским компаниям (в которых доля государства превышает 50%). Угроза принятия санкций оказала заметное негативное влияние на российские евробонды, хуже рынка выглядели выпуски Сбербанка (бумаги SBERRU 23, 24 подешевели на 2,5-3,0 п.п.). Также снижение цен наблюдалось и в суверенных бондах (выпуск Russia 42 потерял 1,5 п.п. (99,8% от номинала)), несмотря на то, что агентства Fitch и Moody's не стали понижать рейтинг РФ. Агентство Fitch ограничилось лишь снижением странового потолка на одну ступень до BBB, отметив низкий госдолг (на уровне 11% ВВП) и прогнозируемый профицит федерального бюджета. В то же время снижение основного рейтинга может произойти в случае усиления санкций (в т.ч. ограничения доступа к финансированию для частного и/или государственных секторов). Глобальные рынки ушли в минус (американские и европейские индексы акций потеряли 0,5% и 1,4%, соответственно) из-за слабой отчетности Amazon.com и Visa за 2 кв. Внешний фон не предполагает улучшения конъюнктуры российского рынка сегодня.
- **Повышение ставок сдвинуло кривую ОФЗ наверх.** Повышение ключевой ставки (недельного РЕПО) ЦБ РФ на 50 б.п. до 8% оказалось неожиданным для рынка госбумаг. Доходность длинного выпуска ОФЗ 26207 поднялась на 20 б.п. до YTM 9,3%, короткого ОФЗ 25079 - подскочила на 50 б.п. до YTM 8,7%. В результате суверенная кривая приняла еще более плоскую форму. По-видимому, инвесторы ожидают, что жесткая политика ЦБ РФ по управлению процентными ставками принесет плоды в виде снижения инфляции в среднесрочной перспективе (2015-2016 гг.). Отметим, что кривая локальных суверенных бумаг Турции, которая еще более "агрессивна" в отношении ставок, имеет инверсионную форму. В этой связи дальнейший рост доходностей длинных ОФЗ может произойти в случае ухудшения внешнего фона (санкции, понижение рейтингов, сокращение позиции крупного участника).
- **МБК дорожает не только из-за повышения ключевой ставки ЦБ.** К концу прошлой недели короткие ставки денежного рынка превысили верхнюю границу процентного коридора ЦБ, на тот момент составлявшую 8,5%. Несмотря на крупный объем средств, которые банки смогли привлечь в этот период от ЦБ и Минфина благодаря широким лимитам (суммарно +320 млрд руб. ликвидности), это не уберегло ставки от интенсивного роста, поскольку даже такие большие заимствования не перекрыли оттока из-за налогов. Всего за неделю налоговые изъятия на счета Казначейства, по нашим расчетам, составили 570 млрд руб. (на 160 млрд руб. больше, чем за аналогичный период 2013 г.). Таким образом, к сегодняшнему дню, когда налоговый период завершается уплатой налога на прибыль, денежный рынок подошел в состоянии напряженности. Ситуацию усугубило то, что в пятницу ЦБ резко поднял ключевую ставку на 50 б.п. (см. сегодняшнюю тему), что транслировалось в эквивалентный рост о/п ставок МБК. Из-за проблемы ограниченности залога по РЕПО из предлагаемых сегодня 250 млрд руб. сроком на 2 дня в рамках операций "тонкой настройки" банки смогли взять только 68 млрд руб. Это значит, что оставшийся спрос будет компенсироваться за счет более дорогих валютных свопов (теперь 9%). По этой причине мы ожидаем, что сегодня-завтра ставки останутся на уровне около 9%, но уже в середине недели несколько опустятся ввиду возобновления встречного притока средств из бюджета (госрасходы), кроме того, Казначейство РФ дает возможность нетто-привлечения более 100 млрд руб.

Темы выпуска

- Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности
- Роснефть: снижение долговой нагрузки с опережением плана

Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности

Повышение ключевой ставки было неожиданным

В минувшую пятницу ЦБ неожиданно поднял ключевую ставку (стоимость недельного РЕПО) на 50 б.п. до 8%. Вслед за этим, согласно действующему механизму, так же подорожали и другие инструменты: например, валютные свопы с ЦБ - до 9%, кредиты под нерыночные активы на аукционной основе - до 8,25%, и т.д. Напомним, что это уже третье повышение ставки в этом году: всего с 3 марта, когда регулятор начал цикл ужесточения, ставка подскочила на 250 б.п.

Новое решение имело эффект внезапности. Несмотря на то, что риторика регулятора последние месяцы приобретала все более жесткую тональность, а предыдущий пресс-релиз содержал фразу о возможном повышении ставки в случае усиления инфляционных рисков, нужно признать, что столь скорого и достаточно резкого решения мало кто ожидал. Мотивация повышения ставок оставляет много вопросов.

ЦБ аргументирует повышение ставки геополитической напряженностью, ее влиянием на динамику рубля, а также с рисками от возможного повышения налогов и тарифов

Банк России, прежде всего, связывает повышение ставки с нарастающей геополитической напряженностью, ее влиянием на динамику рубля, и, как следствие, на инфляцию, а также с рисками для инфляции от обсуждаемых решений по повышению налоговой нагрузки и тарифов. Совсем недавно Э. Набиуллина заявляла, что налоговые и тарифные решения совокупно могут добавить инфляции в 2015 г. около 1,5 п.п. ЦБ явно дает понять, что основным стимулом к повышению ставки стало то, что перечисленные факторы создают серьезную угрозу соблюдению инфляционных целей в 2015-2016 гг. (4,5% и 4% соответственно), т.е. регулятор при принятии решения по ставкам теперь ориентируется в основном именно на среднесрочные цели. Причем, судя по всему, ЦБ делает акцент на упреждающий характер своей политики, так как видит ограниченный эффект от уже принятых в этом году ужесточающих мер, а новые действия сказываются на инфляции со значительной задержкой.

При этом окончательное решение ни по налогам, ни по тарифам не принято

Безусловно, указанные риски, даже если и не реализуются, создают осязаемую угрозу для роста инфляционных ожиданий. Однако нельзя не отметить, что окончательное решение ни по налогам, ни по тарифам еще не принято, что затрудняет процесс качественной оценки связанных с этим инфляционных рисков, их масштаба, и, соответственно, глубины необходимых упреждающих мер. В этой связи, дополнительным аргументом ЦБ в пользу ужесточения политики именно сейчас может быть то, что, исходя из пресс-релиза, и таргет в 6-6,5% в 2014 г. без нового повышения ставок ЦБ уже считал недостижимым. В то же время нельзя отрицать, что рост налоговой нагрузки в том или ином виде в ближайшие годы очень вероятен, а повышение тарифов на 2015 г. активно обсуждается для РЖД, и аналогичные просьбы могут последовать от иных компаний. В то же время, напомним, что ЦБ имеет "люфт" в +/-1,5 п.п. к таргету по инфляции на случай непредвиденных факторов (для 2015 г. при цели в 4,5% это будет означать потолок в 6%), и Э. Набиуллина упоминала, что если в эту цель ЦБ будет укладываться, ставки подниматься не будут.

По нашим оценкам, инфляционное давление концентрируется лишь в нескольких продовольственных товарах, и они трудно поддаются сдерживанию с помощью монетарных мер

Повышение ставок сейчас еще более неожиданно, учитывая, что в предыдущем пресс-релизе основным аргументом в пользу сохранения ставок неизменными было ожидание замедления инфляции в июле в связи с вдвое меньшей индексацией тарифов, чем в 2013 г. По нашим оценкам, благодаря инициативе по тарифам, инфляция в июле 2014 г. действительно оказалась ниже на значительные ~0,3 п.п. Но основной аргумент ЦБ сейчас - это недостаточная степень замедления общего инфляционного показателя. Банк России объясняет это в том числе ослаблением рубля, которое распространило свое влияние на широкий круг товаров и услуг. В то же время сейчас инфляция превысила ориентиры только из-за удорожания нескольких категорий продуктов питания и топлива. Сначала в центре внимания был активный рост цен на свинину (из-за запрета импорта из ЕС и глобального роста цен), теперь мы видим рывок цен на курятину, которая временно стала ее заменителем на локальном рынке. Таким образом, в явном виде инфляционное давление концентрируется лишь в нескольких продовольственных товарах, а эти категории трудно поддаются сдерживанию с помощью монетарной политики. Кроме того, следует отметить, что за исключением удорожания топлива, указанные инфляционные причины "тянутся" с начала года без какого-либо серьезного улучшения динамики (разве только в сегменте фруктов и овощей, но преимущественно из-за сезонного фактора), тогда как ключевая ставка была повышена уже трижды.

Немаловажен и аспект воздействия динамики рубля на инфляцию. В июле курсовой эффект уже должен был оказывать более умеренное влияние на инфляцию, так как в мае-июне рубль значительно восстановил свои позиции после весеннего падения, что должно было смягчить общий эффект переноса. ЦБ упоминает об ожиданиях ослабления этого эффекта, однако, оценки его вклада в инфляцию последних месяцев не приводит.

Теперь новое повышение ставки совсем не исключено

Главным выводом по пресс-релизу является то, что при появлении новых инфляционных поводов, как становится понятным из текущей риторики Банка России, продолжение повышения ставки теперь становится вполне реальным сценарием. Причем ЦБ четко указывает, что может повысить ставку даже в том случае, если новых инфляционных факторов не появится, но инфляция будет замедляться недостаточно быстро, чтобы обеспечить исполнение инфляционных целей на 2015-2016 гг.

Роснефть: снижение долговой нагрузки с опережением плана

Чистый долг/EBITDA ниже 1,3x

В пятницу Роснефть (BBB-/Baa1/-) опубликовала неплохие финансовые результаты за 2 кв. 2014 г. по МСФО. Благоприятная рыночная конъюнктура позволила компании увеличить выручку (+4% кв./кв. до 1 435 млрд руб.) и рентабельность по EBITDA (до 21,2%). За 1П 2014 г. годовой план по капитальным вложениям был выполнен всего на 35%; инвестиции во 2 кв. 2014 г. (с учетом покупок лицензий и приобретения прав на трубопроводные мощности) сократились на 3% г./г. до 149 млрд руб. Это позволило сгенерировать существенный свободный денежный поток и сократить долговую нагрузку в терминах Чистый Долг/EBITDA с 1,45x в 1 кв. 2014 г. до 1,26x. В результате Роснефть уже выполнила свой план по снижению данного показателя до уровня 1,3x. До конца 2014 г. компании нужно погасить задолженность на 440 млрд руб., что полностью покрывается средствами на текущих счетах (142 млрд руб.) и депозитах (437 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.	1П 2014	1П 2013	изм.
Выручка	1 435	1 375	+4%	2 810	1 988	+41%
EBITDA	304	289	+5%	593	357	+66%
Рентабельность по EBITDA	21,2%	21,0%	+0,2 п.п.	21,1%	18,0%	+3,1 п.п.
Чистая прибыль	172	88	+95%	260	274	-5%
Чистая рентабельность	12,0%	6,4%	+5,6 п.п.	9,3%	13,8%	-4,5 п.п.
Операционный поток	244	658	-63%	902	573	+57%
Капвложения	-149	-106	+41%	-255	-253	+1%
Свободный денежный поток	95	552	-83%	647	320	+2,0x
в млрд руб., если не указано иное				30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				2 179	2 303	-5%
Краткосрочный долг				862	864	-
Долгосрочный долг				1 317	1 439	-8%
Чистый долг				1 495	1 586	-6%
Чистый долг/EBITDA LTM*				1,26x	1,45x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Зрелые месторождения сокращают добычу

Во 2 кв. добыча углеводородов сократилась на 0,9% кв./кв. до 5 005 тыс. барр. н.э. в сутки: добыча нефти упала на 1,4% кв./кв., а газа - увеличилась на 1,3% кв./кв. Производство нефтепродуктов снизилось на 4,5% кв./кв. до 19,9 млн тонн. Падение суточной добычи вызвано сокращением показателей на крупных зрелых месторождений: Самотлорнефтегаз (Западная Сибирь) снизил добычу на 2,7% кв./кв., Варьеганнефтегаз (Западная Сибирь) - на 6,2% кв./кв., РН–Няганьнефтегаз (Западная Сибирь) - на 3,4% кв./кв. Уменьшение объемов переработки было связано как с ремонтными работами на НПЗ, так и остановкой Ачинского НПЗ из-за пожара во 2 кв. Мы полагаем, что Роснефть сможет существенно увеличить производственные показатели (добыча +9% г./г.) в 2014 г. за счет полной консолидации

активов ТНК-ВР и новых приобретений. В будущем газовые активы должны стать основным фактором повышения добычи Роснефти. Напомним, среднесрочный прогноз роста (до 2020 г.) добычи углеводородов составляет 4% в год.

Увеличение поставок на фоне роста цен...

Рост цен на нефть (+1,2% кв./кв.) на мировых рынках и увеличение объемов реализации (+2,9% кв./кв.) позволили Роснефти нарастить выручку от реализации сырой нефти на 4,8% кв./кв. до 721 млрд руб., что составило 50% от общей выручки компании. Ситуация на рынке нефтепродуктов также способствовала росту выручки в этом сегменте (+3,8% кв./кв. до 626 млрд руб., что составило 44% от общей выручки).

... способствовало повышению рентабельности

Благоприятная рыночная конъюнктура способствовала повышению рентабельности по EBITDA с 21,0% в 1 кв. 2014 г. до 21,2% во 2 кв. 2014 г. Сам показатель EBITDA вырос на 5% кв./кв. до 304 млрд руб. Мы полагаем, что во 2П рентабельность немного сократится из-за снижения рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов (более низкий уровень цен при более высоких пошлинах).

Капитальные вложения отстают от плана

Операционный денежный поток существенно сократился кв./кв. (-63%), что связано с высокой базой в 1 кв. 2014 г., когда Роснефть получила 431 млрд руб. авансов по долгосрочным контрактам. Без их учета, по нашим оценкам, операционный поток вырос на 7% кв./кв. до 244 млрд руб. Капитальные вложения увеличились не столь значительно, как следовало ожидать: +41% кв./кв. до 149 млрд руб., что все же на 3% ниже г./г. В результате за 1П 2014 г. капвложения составили всего 255 млрд руб. (+1% г./г.), тогда как менеджмент прогнозирует их рост в 2014 г. на 30% г./г. до 730 млрд руб. Мы полагаем, что Роснефть не сможет освоить оставшиеся 475 млрд руб. за 2П 2014 г. Из-за относительно низкого уровня инвестиций свободный денежный поток во 2 кв. 2014 г. составил внушительные 95 млрд руб., а в целом за 1П - 647 млрд руб. с учетом полученных авансов и 216 млрд руб. без их учета. В результате чистый долг Роснефти сократился на 6% кв./кв. до 1 495 млрд руб.

Авансы поддерживают финансовую устойчивость

Мы считаем, что Роснефть может полностью погасить долг и обеспечить финансирование инвестиционной программы за счет собственного денежного потока и ожидаемых авансовых поступлений по долгосрочным контрактам. Так, по нашим оценкам, за 2014-2018 гг. компания может получить около 63 млрд долл. авансовых платежей. Эта сумма практически полностью покрывает текущий общий долг (64,8 млрд долл.). Более того, мы полагаем, что операционный денежный поток за 2014-2018 гг. может составить около 143 млрд долл. (без учета авансовых поступлений), что полностью покрывает будущие капитальные вложения - 97 млрд долл. в 2014-2018 (без учета проекта по строительству нефтехимического комплекса на Дальнем Востоке) и дивидендные выплаты - 21 млрд долл.

Бонды Роснефти несут заметную премию за санкции

Включение Роснефти в список секторальных санкций США привело к заметному снижению котировок бондов эмитента: так, выпуск TMENRU 18 обесценился на 7 п.п. до 107% от номинала, в результате теперь он котируется с самой большой доходностью (YTM 5,2%) среди нефинансовых бумаг 1-го эшелона близкой дюрации (премия к PHORRU 18 составляет 13 б.п.). Интерес для покупки представляют среднесрочные TMENRU 18 (с купоном 7,88% годовых) с хеджированием рыночных рисков (на случай введения санкций со стороны ЕС), например, продажей суверенных бондов Russia 19-23. Наша рекомендация от 22 июля покупать перепроданные бумаги NVTKRM 16 оправдалась: их доходность снизилась на 55 б.п. до YTM 3,45%, тем не менее, они остаются интересными как возможность осуществления валютного свопа по ставке РЕПО ЦБ.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Суда и турбины "подтолкнули" промышленность в мае

Ускорение роста ВВП не должно обнадеживать

Новый официальный макропрогноз: рост «вопреки»

Валютный рынок

ЦБ продолжает повышать гибкость курса

Монетарная политика ЦБ

ЦБ проявляет жесткость

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Долговая политика

Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке

Рынок облигаций

Плоская кривая ОФЗ не согласуется с ожиданиями ЦБ РФ

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

Улучшение торгового баланса в связи с падением импорта

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

Инфляция

Инфляция в мае росла на мясе

Инфляция «болеет» вместе со свиньями

Ликвидность

ЦБ увеличивает потенциал кредитов по 312-П

ЦБ снижает дисконты по залогам

Аукцион 312-П "напускает тумана"

Коэффициент усреднения может быть повышен до 1,0

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

В мае банки обошлись без новых средств от ЦБ РФ

Банки РФ возвращают ликвидность на счета банков-нерезидентов

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть
Лукойл
Новатэк
Роснефть
Татнефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель
Распадская
Русал
Северсталь
ТМК
Nordgold
Polyus Gold
Uranium One

Транспорт

НМТП
Совкомфлот
Трансконтейнер
Brunswick Rail
Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
Мегафон
МТС
Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
О'Кей
Лента

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
СИБУР
Уралкалий
ФосАгро

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК
Альфа-Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
Банк Центр-инвест
ВТБ
ЕАБР
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал
ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС 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 Клевенкова		(+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.