



4 марта 2015 г.

Мировые рынки

ЦБ Индии неожиданно снизил ключевую ставку

Наиболее интересным событием вчерашнего дня стало неожиданное решение ЦБ Индии снизить ключевую ставку на 25 б.п. до 7,5%, что было обусловлено снижением инфляционных рисков. Однако это не смогло поддержать игру на повышение на американском рынке (индексы просели на 0,45%), который остался под негативным впечатлением слабых данных по продажам автотранспортных средств (в феврале снижение составило 2,6% г./г.), являющихся опережающим индикатором потребительских расходов. До завтрашнего заседания ЕЦБ, на котором будут объявлены детали запускаемой программы QE, инвесторы, скорее всего, займут выжидательные позиции. Несмотря на повышение доходностей UST (на 4 б.п. до YTM 2,12%), российским суверенным бондам удалось продемонстрировать позитивную ценовую динамику (так, выпуск Russia 42 прибавил 1 п.п. до 86,2% от номинала). Лучше рынка продолжают выглядеть рекомендуемые нами к покупке бонды AFKSRU 19 (YTM 11,5%).

Рынок ОФЗ

Минфин "налегает" на плавающие ОФЗ. Сохраняем рекомендацию занимать короткие позиции в длинных выпусках ОФЗ и длинные - в коротких (с DV01 > 0). Рекомендуем покупать ОФЗ 29011 вместе с продажей 5-летних IRS.

Как и на прошлой неделе, Минфин решил не предлагать ОФЗ с фиксированной ставкой купона, что, скорее всего, обусловлено их негативной ценовой динамикой (так, ОФЗ 26207 подешевели на 0,35 п.п.). Вместо этого был увеличен (в сравнении с предшествующим аукционом) объем предложения бумаг 5-летнего выпуска ОФЗ 29011 с плавающим купоном - до 15 млрд руб. Негативная динамика рынка классических ОФЗ была вызвана продажами нерезидентов вслед за снижением суверенного рейтинга, за которым вышли плохие данные по инфляции в РФ (годовой рост потребительских цен превысил 16%), что, вероятно, уменьшило ожидания участников по агрессивному понижению ключевой ставки на ближайших заседаниях ЦБ. Тем не менее, эти ожидания все еще сильны: вся кривая ОФЗ находится ниже уровня ключевой ставки, что оставляет большой потенциал для коррекции в случае, если они не оправдаются (например, если на заседании 13 марта ЦБ оставит ставки без изменения, уделив при этом внимание инфляционным рискам). Мы считаем, что Минфин продолжит регулярно выходить на внутренний рынок в условиях ожидаемого бюджетного дефицита (официальный прогноз - 3,8% ВВП, или 2,76 трлн руб.), несмотря на то, что из Резервного фонда планируется потратить больший объем - 3,67 трлн руб. В 2015 г. Минфин оценивает объем чистого размещения на внутреннем рынке в 180 млрд руб., для сравнения чистое размещение рублевых госбумаг в 2014 г. составило всего 25 млрд руб. (без учета выпущенных в декабре ОФЗ с плавающей ставкой купона номиналом 1 трлн руб. для докапитализации банков), но тогда и дефицит бюджета был намного меньше (всего 0,5% ВВП). По нашему мнению, в 2015 г. ведомство за счет рынка госбумаг будет стараться по возможности минимизировать использование средств Резервного фонда. Отметим, что на март приходится довольно большой объем погашений: ГСО на сумму 173,6 млрд руб., при этом общий объем погашений в 2015 г. составит 559 млрд руб. Мы сохраняем рекомендацию от 24 февраля занимать короткие позиции в длинных выпусках и длинные - в коротких (с DV01 > 0). Кстати говоря, с прошлой недели вся кривая ОФЗ сдвинулась вверх на 60-40 б.п., что оправдало DV01 > 0 (короткая чистая позиция в классических ОФЗ). Предложение 5-летних ОФЗ 29011 (с плавающей ставкой купона) в объеме 10 млрд руб., которые вчера котировались на уровне 93,1-93,4% от номинала (мало изменившись в сравнении со средневзвешенной ценой аукциона на прошлой неделе, 93,25%), скорее всего, найдет спрос на весь объем. Отметим, что значительная премия в выпуске ОФЗ 29011 сохраняется: с учетом котировок 5-летних IRS (14,1%) фиксированная доходность ОФЗ 29011 составляет порядка 15%, в то время как 5-летние ОФЗ с фиксированным купоном имеют YTM 13,6%.

Рынок еврооблигаций

ЛУКОЙЛ: закупки нефти ухудшили прибыльность в 4 кв. См. стр. 2

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал слабые результаты за 4 кв. 2014 г. по US GAAP. Выручка снизилась на 20% кв./кв., показатель EBITDA упал на 65% кв./кв., а рентабельность по EBITDA сократилась с 14,7% в 3 кв. до 6,3% в 4 кв. Однако долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,5x до 0,6x Чистый Долг/EBITDA, что значительно ниже среднего показателя в секторе. Интересным для удержания до погашения является короткий выпуск LUKOIL 15, который котируется с YTM 7,5%. В сегменте бумаг нефтегазовых эмитентов инвесторам, нечувствительным к санкциям, мы рекомендуем бонды Роснефти.

ЛУКОЙЛ: закупки нефти ухудшили прибыльность в 4 кв.

Слабые результаты за 4 кв. 2014 г.

Однако запас прочности остается высоким - долговая нагрузка на уровне 0,6x

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал слабые результаты за 4 кв. 2014 г. по US GAAP. Выручка снизилась на 20% кв./кв., показатель EBITDA упал на 65% кв./кв., а рентабельность по EBITDA сократилась с 14,7% в 3 кв. до 6,3% в 4 кв. Однако долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,5x до 0,6x Чистый Долг/EBITDA, что значительно ниже среднего показателя в секторе. В 2015 г. менеджмент компании не планирует привлекать дополнительные средства для финансирования своих капитальных вложений, которые могут сократиться на 20-25% в долларовом выражении. Также компания заявила, что в 2015 г. погасит около 2 млрд долл. долга. При этом дивидендные выплаты за 2014 г. будут увеличены г./г. Мы считаем, что ЛУКОЙЛ имеет большой запас прочности из-за невысокой долговой нагрузки. Более того, мы ожидаем, что в 2015 г. компания может получить до 2 млрд долл. на уровне EBITDA компенсационных платежей с проекта Западная Курна - 2 в Ираке.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	31 260	39 021	-20%	144 167	141 452	+2%
EBITDA	1 985	5 735	-65%	17 695	18 564	-5%
Рентабельность по EBITDA	6,3%	14,7%	-8,4 п.п.	12,3%	13,1%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	- 996	1 620	-	4 746	7 832	-39%
Чистая рентабельность	отриц.	4,2%	-	3,3%	5,5%	-2,2 п.п.
Операционный поток	3 370	4 636	-27%	15 568	16 449	-5%
Капитальные вложения	3 517	3 911	-10%	14 643	15 806	-7%
Свободный денежный поток	- 147	725	-	925	643	+44%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2014	30 сен. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				13 529	13 076	+3%
Краткосрочный долг				2 168	3 017	-28%
Долгосрочный долг				11 361	10 059	+13%
Чистый долг				10 291	10 033	+3%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,6x	0,5x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Значительно увеличились объемы закупки нефти, но они не были полностью реализованы в 4 кв., что привело к падению EBITDA

В 4 кв. объемы добычи нефти сохранились на уровне прошлого квартала как в целом по Группе, так и на российских активах. Объем переработки нефти сократился на 4% кв./кв. до 1,39 млн барр./сутки. Производство нефтепродуктов снизилось на 2% кв./кв. до 16,87 млн тонн. В 4 кв. ЛУКОЙЛ значительно увеличил объемы закупок нефти - на 27,6 млн барр. (+26% кв./кв.). Но весь объем новых закупок, вероятно, не был реализован, так как продажи за рубежом (включая экспорт) увеличились лишь на 12,2 млн барр. (+13% кв./кв.). Мы считаем, что это стало основной причиной резкого падения EBITDA. Так, при падении цен на нефть на 26% кв./кв. расходы на закупку нефти сократились лишь на 11% кв./кв. до 16,5 млрд долл. Помимо этого, некоторые опасения вызывают операционные расходы: их снижение составило лишь 7,5% кв./кв. при ослаблении рубля на 33% кв./кв. Вероятно, это связано с признанием большей части расходов по контрактам в конце финансового периода. В 1 кв. 2015 г. мы ожидаем существенного улучшения рентабельности за счет реализации нефти, закупленной в 4 кв. 2014 г., и дополнительного снижения операционных расходов.

Ирак поддержал EBITDA ЛУКОЙЛа

В 4 кв. доля нефти ЛУКОЙЛа с проекта в Ираке составила 15 млн барр., что увеличило выручку на 1,42 млрд долл., а показатель EBITDA - на 845 млн долл. По итогам 2014 г. объем компенсаций составил более 3,1 млрд долл. на уровне EBITDA. Таким образом, ЛУКОЙЛ вернул более половины своих инвестиций (5 млрд долл.). Менеджмент ожидает,

**ЛУКОЙЛ сокращает
инвестиции на 20-25%**

что затраты на разработку проекта Западная Курна-2 будут полностью компенсированы в 2015 г., в 1 кв. 2015 г. компенсации могут составить 1,7 млрд долл.

Капитальные вложения (включая лицензии) сократились на 10% кв./кв. до 3,5 млрд долл. в основном из-за сокращения в долларовом выражении капитальных затрат в разведку и добычу. Но из-за падения операционного денежного потока на 27% кв./кв. до 3,4 млрд долл., свободный денежный поток ушел в отрицательную зону и составил -147 млн долл. В 2015 г. сокращение инвестиций на 20-25% произойдет в основном за счет девальвации рубля, что не повлияет на разработку проектов компании. По итогам 2015 г. уровень добычи должен сохраниться на уровне 2014 г.

Интересным для удержания до погашения является короткий выпуск LUKOIL 15, который котируется с YTM 7,5%. В сегменте бумаг нефтегазовых эмитентов инвесторам, нечувствительным к санкциям, мы рекомендуем бонды Роснефти.

Андрей Полищук

andrey.polischuk@raiffeisen.ru

+7 495 221 9849

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

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом \neq рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#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

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

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



#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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
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
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.