



5 апреля 2016 г.

Мировые рынки

Рынки переключаются в режим risk-off

В отсутствие явных причин финансовые рынки вчера продемонстрировали нисходящее движение: американские и европейские индексы потеряли 0,3-0,8%, возможно, потенциал для роста даже с учетом мягкой монетарной политики ФРС в течение длительного времени (то есть не более 2 повышений по 25 б.п. в этом году) уже исчерпан, и участники фиксируют прибыль. Катализатором негативных настроений выступает продолжающееся снижение цен на нефть: за последние 2 дня на 1,3 долл. до 37,4 долл./барр. (Brent), что является следствием переоценки значимости предстоящих переговоров стран-производителей по заморозке добычи нефти. Не способствовали позитиву слабые данные за февраль по объему производственных заказов в США (-1,7% м./м.) и Германии (-1,2% м./м.). Вновь в новостном фоне возникла греческая тема: в СМИ появилась утечка стенограммы рабочей беседы от 19 марта, в которой представитель МВФ заявил о необходимости новой кризисной ситуации, чтобы подтолкнуть ЕС к списанию греческого долга. Напомним, что очередной транш помощи Греции понадобится уже в июне-июле, когда необходимо выплатить следующий большой платеж по внешнему долгу (~10 млрд евро, в основном бонды).

Рынок корпоративных облигаций

ЛУКОЙЛ: одна из самых устойчивых компаний в секторе. См. стр. 2

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 2015 г., которые впервые были представлены по МСФО (до этого компания отчитывалась по US GAAP). Мы нейтрально оцениваем представленную отчетность с точки зрения кредитного профиля компании. По нашему мнению, финансовое положение компании наиболее устойчиво по сравнению с другими компаниями сектора. ЛУКОЙЛ способен самостоятельно обеспечить будущие инвестиции (600-650 млрд руб.), дивидендные выплаты (160-170 млрд руб.) и погашение краткосрочной задолженности (60,5 млрд руб.). При этом к концу года у ЛУКОЙЛа останутся свободные средства в размере более 200 млрд руб. На встрече с аналитиками менеджмент компании заявил, что не готов переплачивать за пакет Башнефти. По их мнению, Башнефть находится на пике своего развития и стоит дороже ЛУКОЙЛа по мультипликаторам, и покупка по завышенной оценке была бы несправедлива по отношению к текущим акционерам ЛУКОЙЛа. Выпуски эмитента справедливо оценены. Среди нефтегазовых бумаг 1-го эшелона нам нравятся номинированные в евро выпуски Газпрома (GAZPRU 18, 20), которые предполагают премию к долларовой кривой эмитента.

ТМК: лучшая альтернатива Евразу

В маркетинге появился 3-летний выпуск ТМК (B+/B1/-) в объеме 5 млрд руб. с ориентиром 12,75-13% годовых, что соответствует YTP 13,16 – 13,42% и спреду 370-396 б.п. к кривой ОФЗ. Для сравнения, находящиеся в обращении евробонды TRUBRU 18, 20 котируются со спредом 337-357 б.п. к суверенной кривой, то есть первоначальный ориентир по новым локальным бумагам предполагает некоторую премию (15-40 б.п.) в кредитном спреде. Эти бумаги ТМК с объявленным ориентиром, по нашему мнению, являются лучшей альтернативой недавно размещенным 5-летним ЕвразХол 1P1R с YTM 13% (=380 б.п. + ОФЗ), кредитный спред которых на локальном рынке уже, чем на рынке евробондов (EVRAZ 20 - Russia 20 = 418 б.п.).

ОКей: ориентир предполагает заметную премию к рынку

Сегодня закрывается книга заявок на покупку 2,5-летних бумаг ОКей (Fitch: B+) на сумму 5 млрд руб. с щедрым ориентиром YTP 11,94-12,15%. Обращающиеся облигации эмитента неликвидны. Исходя из выпусков Лента-3 (YTP 11,25% @ август 2018 г.) и Лента БО-3 (YTP 11,27% @ февраль 2018 г.), эмитент которых имеет более сильный набор кредитных рейтингов (BB-/Ba3/-), мы оцениваем справедливую доходность бумаг ОКей на уровне YTP 11,60-11,80% (с премией к Ленте 30-50 б.п.), которая предполагает спред 53-73 б.п. к недавно размещенным Х5 БО-5 (YTP 11,07% @ сентябрь 2018 г.).

ЛУКОЙЛ: одна из самых устойчивых компаний в секторе

Рентабельность по EBITDA сократилась до 13,6%

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 2015 г., которые впервые были представлены по МСФО (до этого компания отчитывалась по US GAAP). Мы нейтрально оцениваем представленную отчетность с точки зрения кредитного профиля компании. В 4 кв. выручка сократилась на 7% кв./кв. при снижении цен на нефть на 15% кв./кв. в рублевом выражении. Рентабельность по EBITDA снизилась с 14,6% в 3 кв. до 13,6% в 4 кв. Свободный денежный поток упал на 30% кв./кв. до 71,4 млрд руб. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,73x до 0,74x Чистый долг/EBITDA LTM. На счетах компании накопилось 257 млрд руб. свободных средств, что в несколько раз выше уровня краткосрочного долга.

Мы считаем финансовое положение компании наиболее устойчивым по сравнению с другими компаниями сектора. ЛУКОЙЛ способен самостоятельно обеспечить будущие инвестиции (600-650 млрд руб.), дивидендные выплаты (160-170 млрд руб.) и погашение краткосрочной задолженности (60,5 млрд руб.). При этом к концу года у ЛУКОЙЛа останутся свободные средства в размере более 200 млрд руб. По словам менеджмента, компания способна генерировать положительный свободный денежный поток и выплачивать высокие дивиденды при ценах на нефть в 30 долл./барр. и при курсе 80 руб./долл.

Если сравнить результаты по МСФО и US GAAP (в пересчете по среднему курсу) за 2014 г., то ЛУКОЙЛ в целом выиграл от перехода на новые стандарты. Так, чистая прибыль по МСФО выше на 214 млрд руб. (более чем в два раза), а EBITDA, по нашим оценкам, выше на 25,5 млрд руб. (+3,8%)

Стоит отметить, что на встрече с аналитиками менеджмент компании заявил, что не готов переплачивать за пакет Башнефти. По их мнению, Башнефть находится на пике своего развития и стоит дороже ЛУКОЙЛа по мультипликаторам, и покупка по завышенной оценке была бы несправедлива по отношению к текущим акционерам ЛУКОЙЛа.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1 367,7	1 464,0	-7%	5 749,0	5 504,9	+4%
EBITDA	186,3	213,0	-13%	816,7	705,4	+16%
Рентабельность по EBITDA	13,6%	14,6%	-0,9 п.п.	14,2%	12,8%	+1,4 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-65,0	188,4	-135%	291,1	395,5	-26%
Чистая рентабельность	-4,8%	12,9%	-	5,1%	7,2%	-2,1 п.п.
Операционный поток	231,3	234,6	-1%	849,0	598,1	+42%
Капитальные вложения	-159,9	-132,9	+20%	-601,3	-562,6	+7%
Свободный денежный поток	71,4	101,6	-30%	247,6	35,5	+7,0x
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015			30 сент. 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	859,7			859,5		0%
Краткосрочный долг	60,5			90,5		-33%
Долгосрочный долг	799,2			769,0		+4%
Чистый долг	602,4			596,9		+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,7x			0,7x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение добычи на зрелых месторождениях ускорилось

В 4 кв. 2015 г. суточная добыча углеводородов выросла на 1,2% кв./кв. до 2,4 млн барр. н.э./сутки за счет увеличения добычи газа в период повышенного спроса. Добыча нефти на зрелых месторождениях в Западной Сибири продолжает сокращаться (-2,3% кв./кв.), что вызывает определенные опасения по уровню показателей в будущем в этом регионе. Стабилизацию добычи ЛУКОЙЛ ожидает уже в 2016 г. за счет запуска месторождения им. Филановского и Пяяхинского проекта, а в 2017 г. прогнозируется рост.

ЛУКОЙЛ сокращает инвестиции в Ирак

По итогам 2015 г. ЛУКОЙЛ получил около 3 млрд долл. компенсации с проекта Западная Курна - 2 в Ираке. Эффект на EBITDA от проекта составил около 137,3 млрд руб. Мы ожидаем, что в 2016 г. объем компенсаций будет сокращен, так как большая часть была уже

**Свободный денежный
поток по итогам
2015 г. вырос в
несколько раз**

выплачена ЛУКОЙЛу.

Капитальные вложения в 4 кв. выросли на 20% кв./кв., в целом за 2015 г. они повысились лишь на 7% г./г. до 601,3 млрд руб. Операционный денежный в 4 кв. упал на 1% до 231,3 млрд руб., а в целом за год он вырос на 42% г./г. до 849 млрд руб. В результате свободный денежный поток в 4 кв. сократился на 30% до 71,4 млрд руб., но в целом в 2015 г. - увеличился в несколько раз до 247,6 млрд руб. В 2016 г. ЛУКОЙЛ планирует примерно сохранить капитальные вложения на уровне 2015 г. в рублевом выражении.

Наша идея от 1 декабря 2015 г. покупать TMENRU 20 против продажи LUKOIL 20 реализовалась: спред между выпусками сузился с 75 б.п. до 25 б.п. Спред LUKOIL 20 - Russia 20 выглядит справедливым на уровне 100-115 б.п. (не предполагает потенциал для ценового роста бумаг ЛУКОЙЛа). Среди нефтегазовых бумаг 1-го эшелона нам нравятся номинированные в евро выпуски Газпрома (GAZPRU 18, 20), которые предполагают премию к долларовой кривой эмитента.

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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+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
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 Клебенкова	(+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.