



6 марта 2015 г.

Мировые рынки

ЕЦБ делает акцент на борьбе с дефляционными рисками. См. стр. 2.

Участники рынка не ожидали, что ЕЦБ привяжет срок действия программы PSPP к достижению конкретной цели по инфляции (до которой еще очень далеко), в результате евро упал ниже 1,1 долл. При прочих равных PSPP должна оказать позитивное влияние и на долги GEM, в том числе и на российские бонды, которые имеют значительную премию. Сохраняем рекомендацию покупать AFKSRU 19 (YTM 11%).

Валютный и денежный рынок

Укрепление рубля привело к снижению ставок FX swap. Сохраняем рекомендацию покупать 1-3М OIS и продавать FX swap

Продолжающееся укрепление рубля (так, с начала вчерашнего дня доллар потерял 2 руб., снизившись до 59,6 руб./долл.), по-видимому, обусловило сокращение спекулятивных позиций против рубля на рынке форвардных контрактов, что повлекло снижение ставок NDF, а за ними и FX swap (вчера на 90 б.п. и с начала недели на 170 б.п. по 3М свопам). Таким образом, наша рекомендация от 25 февраля покупать 1-3М OIS и продавать FX swap реализовалась, спреда между ними ушли ниже 200 б.п. (с 314 б.п. до 170 б.п. и с 240 б.п. до 135 б.п., соответственно, по 1М и 6М FX swap - OIS). Рекомендуем сохранять позиции.

Экономика

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен. См. стр. 2

По данным Росстата, инфляция сократилась в феврале до 2,2% м./м. после пика в 3,9% м./м. в январе 2015 г., но годовой показатель инфляции продолжает ускоряться в силу сравнения с относительно низкими темпами роста цен в начале 2014 г., достигая сейчас 16,7%.

Главной причиной столь значительного сокращения инфляции в январе стало резкое замедление удорожания продовольствия - после беспрецедентного скачка на 5,7% в январе, в феврале продуктовые цены выросли уже только на 3,3%. Это, по нашим оценкам, обеспечило более 1 п.п. снижения общего показателя инфляции м./м. по сравнению с январем. Улучшение в непродовольственном сегменте было менее выраженным - до 2,1% против 3,2% в январе. Довольно благоприятная динамика визуально в сфере услуг - снижение инфляции с 2,2% до 0,8%, но ее вклад, гораздо менее значительный.

Говорить о начале сильного понижительного тренда инфляции и исчерпания эффекта девальвации, на наш взгляд, преждевременно. Новая риторика ЦБ смещает риски в сторону продолжения снижения ключевой ставки.

Рынок еврооблигаций

ТМК: ТБД опять спешат на помощь. См. стр. 4

ТМК (В+/В1/-) опубликовала результаты за 4 кв. 2014 г. по МСФО, которые демонстрируют улучшение основных показателей кв./кв.: рост EBITDA и рентабельности за счет улучшения структуры продаж и техническое снижение долга в результате девальвации рубля. Наша рекомендация от 24 ноября 2014 г. продавать бонды TRUBRU 18 и TRUBRU 20 и покупать бонды NORDLI 18 реализовалась: спред между ними расширился с нуля до текущих 420 б.п. В настоящий момент мы считаем бонды TRUBRU 18 и TRUBRU 20 с YTM 12,5% одними из самых интересных на рынке российских бондов и рекомендуем их к покупке, учитывая комфортный график погашения долга (публичного долга к погашению до 2018 г. нет).

ЕЦБ делает акцент на борьбе с дефляционными рисками

Срок окончания PSPP привязан к инфляции...

После заседания ЕЦБ были объявлены детали запускаемой 9 марта программы выкупа активов (60 млрд евро/мес.), которая была названа PSPP (Public Sector Purchase Programme). Программа действует до сентября 2016 г., однако ее срок может быть увеличен в зависимости от уровня потребительской инфляции (целью является достижение 2%).

... прогноз не предполагает достижения целевого уровня даже в 2017 г.

Согласно прогнозам ЕЦБ, из-за обвала цен на нефть в этом году инфляция будет нулевой, а в 2017 г. она составит 1,8% (то есть все еще ниже целевого уровня) с учетом эффекта от программы PSPP.

Выкуп бумаг будет происходить исключительно на вторичном рынке, чтобы минимизировать влияние программы на ценообразование, при этом лимит выкупа не может превышать 25% выпуска (чтобы ЕЦБ не стал блокирующим миноритарием в случае реструктуризации выпуска). Кроме того, выкупу подлежат лишь бумаги с инвестиционным рейтингом со сроком до погашения не менее 2 лет с доходностью не ниже депозитной ставки ЕЦБ (сейчас она на 20 б.п. ниже нуля).

Лимит PSPP по странам еврозоны распределен пропорционально доли участия национальных ЦБ в капитале ЕЦБ (как следствие, львиную долю денежных вливаний - не менее 26,7 млрд евро/мес. получают Германия, Франция и Италия), при этом сами национальные банки в рамках своих лимитов могут действовать независимо при выкупе долговых ценных бумаг своих стран.

Риторика о необходимости реформ была усилена

Вместе с запуском PSPP, которая, по сути, позволяет государствам еврозоны с инвестиционным рейтингом увеличивать расходы за счет денег, напечатанных национальными ЦБ, наращивая долговую нагрузку, М. Драги ужесточил риторику касательно мер бюджетной экономии: "жизненно важно обеспечить быструю реализацию реформ" в еврозоне и поддержать восстановление экономики мерами налогово-бюджетной политики. Было отмечено, что Греция также может попасть под действие PSPP, однако для этого она должна выполнить требования "тройки" кредиторов.

По-видимому, участники рынка не ожидали, что ЕЦБ привяжет срок действия программы PSPP к достижению конкретной цели по инфляции (до которой еще очень далеко), в результате евро обесценился до 1,1 долл. (сегодня произошло небольшое восстановление). При прочих равных PSPP должна оказать позитивное влияние и на долги GEM, в том числе и российские бонды, которые имеют значительную премию. Сохраняем рекомендацию покупать AFKSRU 19 (YTM 11%).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

В феврале инфляция замедлилась до 2,2%...

По данным Росстата, инфляция сократилась в феврале до 2,2% м./м. после пика в 3,9% м./м. в январе 2015 г., но годовой показатель инфляции продолжает ускоряться в силу сравнения с относительно низкими темпами роста цен в начале 2014 г., достигая сейчас 16,7%.

Главной причиной столь значительного сокращения инфляции в январе стало резкое замедление удорожания продовольствия - после беспрецедентного скачка на 5,7% в январе, в феврале продуктовые цены выросли уже только на 3,3%. Это, по нашим оценкам, обеспечило более 1 п.п. снижения общего показателя инфляции м./м. по сравнению с январем. Улучшение в непродовольственном сегменте было менее выраженным - до 2,1% против 3,2% в январе. Довольно благоприятная динамика визуальна в сфере услуг - снижение инфляции с 2,2% до 0,8%, но ее вклад, гораздо менее значительный.

Если посмотреть на продуктовый сегмент, то здесь основным источником сокращения стало резкое замедление роста цен на плодоовощную продукцию (с 22% до 7,2% м./м. в феврале) - >0,5 п.п. снижения общей инфляции в сравнении с январем. В список лидеров по сокращению

...из-за резкого сокращения удорожания фруктов и овощей, а также социально-значимых продуктов

темпов роста цен в феврале также попали мясо и птица, рыба, сахар, яйца. Это как раз те товары, которые доминируют в перечне социально значимых товаров и удорожание которых в последнее время вызвало широкий общественный резонанс. Как следствие, именно на эти товары распространились региональные ограничения на наценку оптовых поставок и розницы, а также добровольные инициативы со стороны торговых сетей по выборочному ограничению/заморозке цен важных товаров (20-25 продуктов). Поскольку официальный показатель инфляции из каждой категории товаров (например, молоко, мясные изделия и т.д.) включает более узкий набор наименований, и они же входят в список социально-значимых товаров, то эффект от ценового регулирования мог проявиться достаточно скоро. Безусловно, определенную роль в замедлении роста цен в том числе играет и охлаждение спроса. Однако нужно понимать, что сети, замораживая рост цен на один товар, компенсируют свои потери за счет удорожания другого (иногда в той же продуктовой категории, но другого бренда). Кроме того, во многом сети пошли на добровольное ограничение/заморозку цен ввиду того, что опасались более жесткого государственного регулирования, которое в случае применения обернулось бы для сетей еще более сильными потерями. Но любое регулирование не бессрочно и в добровольном, и в принудительном варианте оно сопряжено с издержками для розничных сетей.

В зоне риска остаются цены на зерно и сахар, улучшение динамики которых может быть временным

Еще один риск - цены на зерно. Введение заградительных экспортных пошлин временно исправило ситуацию. Однако пока темпы роста цен на хлебобулочные изделия, крупы и макаронные изделия замедляются незначительно, занимая при этом значительную долю в продуктовом сегменте (около 8%). Похожие риски влечет за собой и удорожание сахара. В связи с восстановлением баланса импорта и внутреннего производства, а также сезонной ликвидацией запасов сырья ситуация улучшилась, но доля импортной составляющей в цене сахара довольно высока, обсуждается возможность введения импортных пошлин, что может негативно сказаться на посевных площадях, на фоне чего удорожание сахара может возобновиться.

Рост непродовольственных цен замедлился в основном из-за охлаждения спроса

В непродовольственном секторе настораживает то, что какое-либо существенное улучшение коснулось только цен на электро- и телетовары, и медикаменты, что во многом - коррекция после излишнего удорожания в предыдущие месяцы (эффект девальвации). Однако какая доля в этом сокращении отведена на снижение спроса после декабрьского ажиотажа, и сможет ли это стать тенденцией пока не очевидно. В то же время рост цен на одежду и обувь, а они занимают значительную часть непродовольственной потребительской корзины, замедлился не так сильно.

Визуально, наиболее благоприятная картина, пожалуй, в секторе услуг. Рост цен на резко дорожавшие до этого услуги зарубежного туризма и страхования, а также бытовые услуги, снизился. Однако пока темпы роста цен в этих сегментах даже после снижения кажутся завышенными относительно обычной динамики, тогда как коррекция должна быть сильнее, учитывая чрезмерный всплеск в предыдущие месяцы. По своему вкладу в общую инфляцию также в зоне риска остаются медицинские услуги и услуги пассажирского транспорта.

Говорить о начале сильного понижательного тренда инфляции и исчерпания эффекта девальвации, на наш взгляд, преждевременно.

Подводя итоги, февральское улучшение во многом связано с коррекцией после ажиотажного спроса декабря, а также с последствиями введенных мер по ценовому регулированию, однако говорить о начале сильного понижательного тренда инфляции месяц к месяцу и исчерпания эффекта девальвации преждевременно. Вчера Д. Тулин дал развернутое интервью относительно перспектив денежно-кредитной политики (ДКП). Одним из наиболее интересных высказываний мы видим то, что направленность монетарной политики даже после снижения ключевой ставки до 15% в январе в целом остается жесткой, критерием чего для ЦБ является продолжающееся замедление темпов роста денежной массы и снижение активности в кредитовании. Немаловажно то, что фокус заявлений смещается в сторону все еще "запретительно высокого" уровня текущей ключевой ставки для бизнеса. Одним из аргументов Д. Тулин приводит то, что в отсутствие снижения ставки создаются риски финстабильности для банков, которые в конечном итоге устраняются дополнительным финансированием от ЦБ (=проинфляционный фактор, рост денежной массы), на фоне чего небольшое снижение ставки, подобное январскому, более предпочтительно. Исходя из такой риторики, на наш взгляд, вероятность нового снижения ключевой ставки со стороны ЦБ значительно повышается на

Новая риторика ЦБ смещает риски в сторону продолжения снижения ключевой ставки

горизонте ближайших месяцев и, возможно, уже на этом заседании.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

ТМК: ТБД опять спешат на помощь

Улучшение основных показателей за счет структуры продаж

ТМК (В+/В1/-) опубликовала результаты за 4 кв. 2014 г. по МСФО, которые демонстрируют улучшение основных показателей кв./кв.: рост EBITDA и рентабельности по EBITDA за счет улучшения структуры продаж (в частности - увеличения объемов реализации труб большого диаметра (ТБД) и бесшовных труб OCTG в РФ и сварных труб OCTG в США), а также техническое снижение долга в результате девальвации рубля (30% задолженности в российской валюте). В итоге долговая нагрузка за 4 кв. сократилась с 4,3х до 3,7х Чистый долг/EBITDA.

Снижение долга на девальвации рубля

В феврале 2015 г. компания погасила конвертируемый евробонд ТМК, 2015 (311 млн долл.) примерно в равных долях за счет 1) накопленных денежных средств и 2) 4-летнего кредита от российского банка (в долларах, ~8% год.). По данным ТМК, в 2015 г. компании осталось погасить еще 438 млн долл. - риски рефинансирования мы оцениваем как невысокие. С учетом перспективы проектов ТБД в РФ в 2015 г. (начало строительства трубопровода "Сила Сибири", продолжение работ на Бованенково-Ухта, "Южном коридоре", модернизация трубопроводов Транснефти и Газпрома) и ослабления рубля в 1 кв. 2015 г. кв./кв. (что технически еще снизит долг) мы ожидаем дальнейшего улучшения показателей компании.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	1 500	1 526	-2%	6 009	6 432	-7%
EBITDA	227	202	+12%	804	952	-16%
Рентабельность по EBITDA	15,1%	13,2%	+1,9 п.п.	13,4%	14,8%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	-254	-7	-	-217	215	-
Операционный поток	271	80	+3,4х	595	703	-15%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-125	-70	+44%	-343	-423	-19%
Капвложения	68	72	-6%	293	397	-26%
Финансовый поток	111	-90	-	-53	-407	-7,7х
в млн долл., если не указано иное		31 дек. 2014			30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		3 223			3 546	-9%
Краткосрочный долг		764			717	+6%
Долгосрочный долг		2 459			2 828	-13%
Чистый долг		2 970			3 509	-15%
Чистый долг/EBITDA LTM*		3,7х			4,3х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж выросли...

Физические объемы реализации выросли на 16% кв./кв. до 1,2 млн тонн: продажи бесшовных труб повысились на 20% кв./кв. до 702 тыс. тонн, сварных труб - на 11% кв./кв. до 534 тыс. тонн. Динамика роста продаж бесшовных труб обусловлена реализацией бесшовных OCTG и линейных труб в РФ с сезонным увеличением спроса, продажи сварных труб росли за счет проектов ТБД в РФ и реализации сварных OCTG труб в США.

... однако выручка снизилась из-за девальвации рубля

Тем не менее, выручка снизилась на 2% кв./кв. до 1,5 млрд долл. из-за девальвации рубля (63% выручки приходится на российский дивизион). С исключением этого фактора, компания оценивает рост выручки на 17% кв./кв. Так, в РФ выручка упала на 6% кв./кв., в США, напротив, она повысилась на 12% кв./кв.

Структура продаж

В результате улучшения структуры продаж - большей доли высокомаржинальных труб,

помогла повысить EBITDA и рентабельность...

показатель EBITDA вырос на 12% кв./кв., рентабельность по EBITDA - с 13% до 15%. Причем в российском дивизионе этот показатель повысился на 7% кв./кв., маржа EBITDA - с 15% до 17%, в американском дивизионе - на 41% кв./кв., рентабельность выросла с 9,5% до 12%. Небольшой европейский дивизион (4% в общей выручке и 2,6% в EBITDA) продемонстрировал снижение и выручки, и EBITDA, и рентабельности на фоне снижения спроса и цен.

... но давление оказал рост коммерческих расходов

Здесь стоит также отметить, что на общую рентабельность компании оказали давление коммерческие расходы (на них приходится около половины SG&A), которые, несмотря на девальвацию рубля, повысились значительно - на 16% кв./кв., что связано с наращиванием экспорта трубной продукции в американский дивизион.

Операционного потока было достаточно для капвложений

В 4 кв. компания получила чистый убыток в объеме 254 млн долл. из-за "бумажных убытков" от курсовых разниц (198 млн долл.) и от обесценения активов (153 млн долл.), в частности, обесценения гудвила американского дивизиона.

Операционный денежный поток вырос почти в 3,5 раза кв./кв. до 271 млн долл., поскольку в 4 кв. из оборотного капитала было высвобождено 58 млн долл., тогда как в 3 кв. инвестиции в него составили значительные 119 млн долл. (выше чем за 1П 2014 г.). Компания ожидает улучшения ситуации с оборотным капиталом в связи с более эффективными условиями оплаты по проектам Газпрома и Транснефти. Операционного потока в 4 кв., также как и за 2014 г. в целом, было достаточно для финансирования капвложений и выплаты процентов по кредитам. Отметим также, что в декабре 2014 г. компания продала пакет акций (5,476%) на сумму 5,5 млрд руб., а в феврале 2015 г. приобрела 100% долю в своем основном поставщике металлолома - ООО "ЧерметСервис-Снабжение" за 2,73 млрд руб.

Позитивно оцениваем сокращение капзатрат в 2015 г. на 25-30%

Мы позитивно оцениваем заявления компании о том, что снижение долговой нагрузки является первоочередной задачей, в связи с чем программа капвложений на 2015 г. будет снижена на 25-30% г./г. Причем более 80% этого снижения компания относит на реальное сокращение инвестиций, а остальное - на девальвацию рубля. Кроме того, компания ожидает, что поддержку бизнесу в ближайший год окажут именно проекты ТБД Газпрома и Транснефти на фоне снижения спроса в других сегментах.

Рекомендуем покупать TRUBRU 18, 20

Наша рекомендация от 24 ноября 2014 г. продавать бонды TRUBRU 18 и TRUBRU 20 и покупать бонды NORDLI 18 реализовалась: спред между ними расширился с нуля до текущих 420 б.п. В настоящий момент мы считаем бонды TRUBRU 18 и TRUBRU 20 с YTM 12,5% одними из самых интересных на рынке российских бондов и рекомендуем их к покупке, учитывая комфортный график погашения долга (публичного долга к погашению до 2018 г. нет).

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

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.