



8 апреля 2016 г.

Мировые рынки

Нефтяные "качели"

Рынок нефти с приближением запланированной на 17 апреля встречи стран-производителей демонстрирует высокую волатильность, изменяясь за день на 5% то вверх, то вниз. Хотя, по нашему мнению, ключевой для рынка является добыча в США, данные, подтверждающие уход с рынка сланцевой нефти с высокой себестоимостью, скорее всего, окажут более существенную поддержку, чем возможная договоренность по фиксации добычи нефти (не факт, что они будут выполняться). В своем совместном выступлении с экс-главами ФРС Дж. Йеллен заявила, что экономика США продолжает набирать обороты, несмотря на внешнюю ситуацию, главным образом, за счет внутреннего потребления; повышение ставки в декабре не было ошибкой, курс к постепенной нормализации монетарной политики сохраняется. На финансовых рынках наблюдались негативные настроения: американские акции просели на 1%, что сопровождалось снижением доходностей UST.

Рынок ОФЗ

Несбалансированный бюджет - риск для монетарной политики

На рынке рублевых госбумаг вчера произошла коррекция вслед за просадкой нефти: доразмещенный на последнем аукционе длинный выпуск 26218 в моменте превышал отметку YTM 9,5%, что на 10 б.п. выше уровня предшествующего дня, доходности коротких выпусков подтянулись к депозитной ставке ЦБ. На остальных ЕМ также наблюдалась коррекция. Однако сегодня с восстановлением цен на нефть и укреплением рубля произошло обратное движение на рынке ОФЗ (в частности, ОФЗ 26218 вернулся к YTM 9,37%). Из вчерашнего выступления главы ЦБ РФ на съезде Ассоциации российских банков, по нашему мнению, основной интерес представляет следующее высказывание: "Резервный фонд позволяет финансировать возросший бюджетный дефицит, однако, на наш взгляд, остро необходима выработка программы, которая позволила бы сбалансировать бюджетную систему в среднесрочной перспективе. Без этого бюджет будет источником рисков и для экономики, и для денежно-кредитной политики." Из которого следует, что ЦБ видит риски от несбалансированного бюджета для монетарной политики, а именно риском является не его дефицит, а способ его инфляционного финансирования (по сути, за счет рублевой эмиссии) вместо заимствований. Учитывая нежелание Минфина увеличить размещение ОФЗ, ЦБ, скорее всего, уже во 2 кв. может начать депозитные аукционы, что будет удерживать о/п ставки от снижения и поддерживать инверсионную форму суверенной кривой. Кстати говоря, среди всех локальных суверенных бондов ЕМ лишь ОФЗ имеют такой отрицательный спред к о/п ставкам по длинным выпускам (-150 б.п.), что указывает на отсутствие потенциала для дальнейшего снижения доходностей ОФЗ.

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: и долг снизить, и дивиденды нарастить

АФК Система (BB/Вa3/BB-) вчера опубликовала результаты за 4 кв. 2015 г., продемонстрировав незначительное снижение выручки (-0,7% г./г.) из-за неравномерного распределения заказов РТИ, при этом OIBDA выросла на 20% г./г. в результате увеличения OIBDA Детского Мира, сокращения убытка SSTL и выхода Медси и Интуриста на положительную рентабельность. Показатель общего долга корпоративного центра вырос на 33% кв./кв. до 117 млрд руб. в результате рефинансирования долга SSTL в преддверии продажи актива, при этом совокупная долговая позиция на уровне холдинга изменилась незначительно. Отметим, что Чистый долг корпоративного центра составляет 2,3x дивидендов, которые Система получает от своих компаний (в 2015 г. от МТС было получено 23,6 млрд руб. и от остальных активов - 5,1 млрд руб.), т.е. долговая нагрузка является умеренной. В 2016 г. руководство АФК планирует снизить уровень общей задолженности корпоративного центра на 30% (что не выглядит затруднительным, учитывая то, что ликвидная позиция уже сейчас составляет 43% от общего долга) и повысить уровень дивидендных выплат. Финансировать эти денежные потоки АФК будет за счет дивидендов дочерних компаний: в 2016 г. ожидается сохранение дивидендов МТС на прежнем уровне и удвоение дивидендов от непубличных активов. Помимо этого, Система ожидает поступлений от монетизации активов, правда, без указания конкретных активов, сроков и способов монетизации. Также приоритетом на 2016 г. является развитие с/х бизнеса, где Система планирует войти в ТОП-5 агрохолдингов страны, и, по словам руководства, в недалеком будущем возможна сделка, которая удвоит с/х площадь холдинга. Выпуск AFKSRU 19 котируется со спредом 50-70 б.п. к бумагам MOBTEL 20, что, по нашему мнению, является справедливым. Лучшей ему альтернативой являются бумаги VIP 21, которые сейчас котируются с расширенным спредом (70 б.п.) к AFKSRU 19, тогда как годовое среднее значение не превышает 50 б.п.

СИБУР: расширение ценового спреда поддержало результаты. См. стр. 2

Транснефть: может потерять 19 млрд руб. из-за отзыва лицензий у банков. См. стр. 3

СИБУР: расширение ценового спреда поддержало результаты

Результаты оцениваем положительно

СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 2П 2015 г., которые мы оцениваем в целом положительно. Выручка выросла на 9% п./п., EBITDA - на 10% п./п., рентабельность по EBITDA осталась на том же уровне, что и в 1П 2015 г. Эффект девальвации рубля существенно поддержал результаты: в топливно-сырьевом сегменте, хотя этот он и не компенсировал падение цен, их снижение в рублях было менее выраженным (в частности, цена на нефть марки Brent в долл. упала на 19% п./п., а в рублях - на 9% п./п.); в сегменте нефтехимии цены в долларах снижались медленнее (так как менее зависимы от цены на нефть), а в рублях, напротив, выросли, что привело к расширению ценового спреда и росту рентабельности продукции нефтехимии.

Долговая нагрузка пока остается на прежнем уровне

В 4 кв. 2015 г. компания получила средства от ФНБ на реализацию своего инвестпроекта ЗапСиб-2: долг вырос с 278 млрд руб. до 457 млрд руб., однако большая часть (88%) этих средств пока осела на счетах компании (они могут быть использованы только для покупки оборудования и оплаты услуг по проекту). В результате долговая нагрузка не изменилась относительно 1П 2015 г. и составила 2,1x Чистый долг/EBITDA.

Краткосрочный долг на конец года составил 47,7 млрд руб. Уже после отчетной даты большая часть этого долга была погашена/рефинансирована, теперь на конец 1 кв. 2016 г. в этом и следующем годах компании предстоит погасить всего 25 и 18 млрд руб., соответственно, а размер общего долга снизился до 398 млрд руб. за счет погашений из собственных средств.

Ключевые финансовые показатели СИБУРА

В млн руб., если не указано иное	2П 2015	1П 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	198 455	181 397	+9%	379 852	361 000	+5%
EBITDA	71 013	64 622	+10%	135 635	102 767	+32%
Рентабельность по EBITDA	35,8%	35,6%	+0,2 п.п.	35,7%	28,5%	+7,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-14 826	21 331	-	6 505	25 071	-74%
Операционный поток	61 019	58 059	+5%	119 078	91 052	+31%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-19 453	-102 288	-81%	-121 741	-97 370	+25%
Капвложения	-49 949	-30 537	+64%	-80 486	-67 707	+19%
Финансовый поток	116 052	28 750	+4,0x	144 802	24 093	+6,0x
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.	30 июня 2015	изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	457 149	278 174	+64%	254 067	+80%	
Краткосрочный долг	47 745	84 400	-43%	92 983	-49%	
Долгосрочный долг	409 404	186 700	+2,2x	161 084	+2,5x	
Чистый долг*	285 066	263 277	+8%	244 170	+17%	
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,1x	н/д	-	2,1x	-	

* Не включая депозиты (при учете депозитов показатель Чистый долг/EBITDA на 30.06.2015 г. составил 2,0x)

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Расширение ценового спреда привело к росту рентабельности нефтехимии

Во 2П выручка от продажи топливно-сырьевых продуктов повысилась на 13% п./п. до 99 млрд руб. за счет роста объемов реализации по всем категориям (+6% - природный газ, +10% - СУГ, +2% - МТБЭ) при снижении цены на нефть марки Brent в среднем на 9% п./п. в рублях. В группе нефтехимических продуктов выручка выросла всего на 2% п./п. до 89 млрд руб. из-за снижения объемов продаж на 7% п./п. (-12% по базовым полимерам, -6,5% по синтетическим каучукам, -5% по пластикам и продукции органической химии). При этом показатель EBITDA в группе топливно-сырьевых продуктов повышался (+8% п./п.) медленнее выручки, а в нефтехимии, напротив, рост составил 4% при повышении выручки на 2% п./п. За счет более медленного снижения цен на нефтехимию по сравнению с топливно-сырьевыми товарами ценовой спред расширился, что привело к росту рентабельности продуктов нефтехимии.

В 2016 г. ожидается существенный рост капвложений, однако долговая нагрузка сильно не вырастет

Операционный денежный поток незначительно вырос - на 5% относительно 1П 2015 г. до 61 млрд руб. при меньших инвестициях в оборотный капитал (2,2 млрд руб. против 3,3 млрд руб. в 1П 2015 г.); его было достаточно для финансирования капвложений в объеме 50 млрд руб. В 2016 г. компания прогнозирует рост инвестиций почти вдвое до 147,5 млрд руб., что связано с основным проектом ЗапСиб-2, оставшиеся инвестиции в который СИБУР оценивает в 7,2 млрд долл. в 2016-2020 гг. (т.е. около 100 млрд руб. ежегодно), 50% - это собственные средства компании, остальные 25% - ФНБ и РФПИ и 25% - средства кредитно-экспортных агентств. По нашим оценкам, это может привести к временному росту долговой нагрузки в 2016 г. до 2,5х Чистый долг/ЕБИТДА.

Бонды SIBUR 18 с начала года подорожали более чем на 3 п.п., продемонстрировав динамику лучше рынка. Сейчас бонды котируются на одном уровне с GMKNRM 18, в то время как в начале года спред составлял 100 б.п. Мы считаем бумаги GMKNRM 18 более интересной альтернативой.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Транснефть: может потерять 19 млрд руб. из-за отзыва лицензий у банков

Долговая нагрузка незначительно выросла

Вчера Транснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2015 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Показатель ЕБИТДА упал на 10,4% кв./кв. в основном из-за роста в несколько раз прочих операционных расходов. Несмотря на падение рентабельности, компании удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,9х до 1,1х Чистый долг/ЕБИТДА. Неприятным сюрпризом стало создание резервов, в том числе, под возможные потери средств, находящихся на счетах банков с отзывными лицензиями (Внешпромбанк и банк Интеркоммерц). На конец 2015 г. объем средств Транснефти на счетах этих банков составлял 19,2 млрд руб.

Тем не менее, несмотря на "заморозку" существенных денежных средств, у Транснефти нет каких-либо проблем с ликвидностью: на счетах и депозитах компании на конец 2015 г. накоплено более 460 млрд руб., что в разы превышает краткосрочный долг (81,5 млрд руб.). В 2016 г. Транснефть может самостоятельно обеспечить инвестиционную программу (326 млрд руб.) и дивидендные выплаты (3 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	205 636	202 972	+1%	815 652	774 380	+5%
ЕБИТДА	82 918	92 514	-10%	370 023	353 586	+5%
Рентабельность по ЕБИТДА	40,3%	45,6%	-5,3 п.п.	45,4%	45,7%	-0,3 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА*	48,1%	54,6%	-6,5 п.п.	54,8%	57,5%	-2,7 п.п.
Чистая прибыль	8 964	14 688	-39%	143 427	59 500	+2,4х
Чистая рентабельность	4,4%	7,2%	-2,9 п.п.	17,6%	7,7%	+9,9 п.п.
Операционный денежный поток	117 717	69 398	+70%	329 237	273 210	+21%
Капвложения	-117 492	-75 796	+55%	-323 924	-312 020	+4%
Свободный денежный поток	225	-6 398	-	5 313	-38 810	-

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	865 003	809 061	+7%
Краткосрочный долг	81 494	111 505	-27%
Долгосрочный долг	783 509	697 556	+12%
Чистый долг	404 430	332 442	+22%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,1x	0,9x	-

*без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонный рост расходов сократил рентабельность

Рентабельность по ЕБИТДА (без учета операций по реализации сырой нефти в Китай) сократилась с 54,6% до 48,1%. Причиной падения стал традиционный сезонный рост прочих операционных расходов с 6,7 млрд руб. до 16,7 млрд руб. Увеличились также расходы на материалы с 6 млрд руб. до 9,4 млрд руб. В целом по итогам 2015 г. рентабельность снизилась с 57,5% в 2014 г. до 54,8%.

Капвложения существенно выросли

В 4 кв. 2015 г. свободный денежный поток вышел в положительную зону и составил 225 млн руб. Капитальные вложения выросли на 55% кв./кв. до 117,5 млрд руб. По итогам года капвложения составили 324 млрд руб., что на 21% выше уровня 2014 г. В 2016 г. Транснефть планирует вложить 326 млрд руб. Мы не исключаем, что сроки ввода новых проектов могут быть сдвинуты из-за корректировок нефтяных компаний в своих планах по разработке месторождений.

Евробонд TNEFT 18 выглядит справедливо оцененным, котируясь с дисконтом 70 б.п. к GAZPRU 19. Альтернативой являются номинированный в евро выпуск SIBNEF 18. Отметим, что Транснефть находится под финансовыми санкциями США/ЕС.

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 Колупоева		(+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 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.