



8 июня 2015 г.

Мировые рынки

Сильные payrolls подняли доходности UST

Опубликованный в пятницу отчет по американскому рынку труда оказался неожиданно сильным: число рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях выросло в мае на 280 тыс. (консенсус-прогноз предполагал рост на 220 тыс.), что сопровождалось и повышением зарплат (+0,3% м./м.). Эти данные дают больше аргументов "ястребам" на следующем заседании FOMC (16-17 июня). Рынок UST отреагировал очередным ростом доходностей (+9 б.п. до YTM 2,4%), несмотря на то, что BUNDS, являвшиеся фактором роста на прошлой неделе, остались на ранее достигнутых уровнях. Коррекция в евробондах РФ продолжилась (Russia 42, 43 подешевели на 1 п.п.).

Давление на котировки нефти сохраняется

В пятницу на очередном заседании стран-экспортеров, членов ОПЕК было принято решение сохранить квоты на добычу нефти на уровне 30 млн баррелей в сутки. Эта квота действует в картеле и остается неизменной с декабря 2011 г. В целом реакция рынка на решение ОПЕК была сдержанной, так как уже за несколько дней до встречи СМИ сообщали о том, что члены картеля не могут договориться о сокращении добычи. Так, с начала июня цена на нефть снизилась на 3,4% с 65,56 долл./барр. до 63,31 долл./барр. на конец дня пятницы. Мы полагаем, что давление на цены на нефть будет сохраняться в ближайшее время, так как остается дополнительный риск наращивания Ираном объемов добычи и экспорта после снятия санкций. Скорее всего, Иран будет постепенно наращивать экспорт, что не должно создать дополнительного переизбытка предложения в краткосрочной перспективе. Но сам факт возвращения относительно крупного производителя нефти на рынок может оказать негативное влияние на котировки.

Банковская система

Банк Связной: новая практика решения банковских проблем

Банк Связной обратился к держателям выпуска Связной-1 номиналом 2 млрд руб., сделки проходят на уровне 56% от номинала, с погашением в августе 2015 г. с предложением об их реструктуризации (перенос погашения на три года) "в связи с отсутствием достаточного количества денежных средств". Такое развитие событий не стало неожиданностью: еще в середине прошлого года котировки опускались ниже 40% от номинала. Согласившимся на реструктуризацию будет выплачено сразу 10% от номинала, 15% через год и два года, ставка квартального купона установлена на уровне РЕПО + 2 п.п., что транслируется в YTM 62%, исходя из текущих цен. Очевидно, у инвесторов нет уверенности в том, что даже через три года банк сможет исполнить свои обязательства (открытым остается вопрос о новом собственнике банка).

Отметим, что проблемы в связи с низким качеством потребительских кредитов сейчас испытывает большинство розничных банков, однако это проявляется лишь на уровне капитала, в то время как позиция по ликвидности является избыточной (низкий темп выдачи новых кредитов). Раньше в 2008-2009 гг. проблемы такого масштаба, какие возникли у Банка Связной, разрешались за счет средств АСВ и ЦБ: вкладчики получали возмещение от АСВ, а дефицит капитала покрывался ЦБ (не новые владельцы). Для держателей облигаций кредитный риск оставался нереализованным: на рублевом рынке были лишь единичные случаи дефолта/реструктуризации облигаций мелких банков (например, Московский Залоговый Банк, Электроника). По данным СМИ, еще в апреле банк обращался в ЦБ с просьбой о финансовом оздоровлении, которое регулятор, по-видимому, решил не предоставлять. Таким образом, теперь инвесторам банка придется в полной мере отвечать за взятый ими кредитный риск, что может означать новую практику решения банковских проблем. Мы не исключаем, что списание номиналов субордов с условием loss absorption "не за горами" (это оправдывает их высокие доходности). Одной из причин перехода к такой практике является истощение средств в АСВ (для покрытия новых страховых случаев агентство планирует использовать 5-летний кредит ЦБ), в то время как решение проблем за счет денежной допэмиссии создает определенные инфляционные риски.

Рынок корпоративных облигаций

Транснефть: вернулась на прежний уровень рентабельности. См. стр. 2

Транснефть: вернулась на прежний уровень рентабельности

Нейтральные результаты

В пятницу Транснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании.

В 1 кв. 2015 г. Транснефть увеличила объемы сдачи нефти и нефтепродуктов на 2,5% кв./кв. до 128,2 млн т, что оказало небольшую поддержку выручке компании. Показатель EBITDA увеличился на 29% кв./кв. в основном за счет сокращения расходов после их резкого роста в 4 кв. 2014 г.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	201 477	200 445	+1%	201 477	188 114	+7%
ЕБИТДА	101 651	78 690	+29%	101 651	92 046	+10%
Рентабельность по ЕБИТДА	50,5%	39,3%	+11 п.п.	50,5%	48,9%	+1,5 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА*	61,9%	47,6%	+14 п.п.	61,9%	62,6%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	63 388	-58 478	-	63 388	40 637	+56%
Чистая рентабельность	31,5%	-29,2%	-	31,5%	21,6%	+9,9 п.п.
Операционный поток	100 567	84 099	+20%	100 567	100 325	0%
Капвложения	62 471	116 022	-46%	62 471	60 153	+4%
Свободный денежный поток	38 096	-1 301	-	38 096	99 761	-62%

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	776 170	759 192	+2%
Краткосрочный долг	186 596	181 920	+3%
Долгосрочный долг	589 574	577 272	+2%
Чистый долг	647 418	646 132	0%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,82x	1,87x	-

* без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Восстановление рентабельности за счет сокращения прочих расходов

Рентабельность по ЕБИТДА (без учета операций по реализации сырой нефти в Китай) выросла с 47,6% до 61,9%. Причиной роста этого показателя стало сокращение прочих операционных расходов (-66% кв./кв.) и затрат на услуги по ремонту и поддержанию надлежащего технического состояния трубопроводной сети (-50% кв./кв.).

Существенного роста капвложений пока не наблюдается

В 1 кв. 2015 г. операционный денежный поток увеличился на 20% кв./кв. до 100 млрд руб., при этом капитальные вложения сократились на 46% кв./кв. до 62,5 млрд руб. Таким образом, свободный денежный поток составил 39 млрд руб. В сравнении с 1 кв. 2014 г. капзатраты выросли всего на 4% г./г. Напомним, за два года в 2015-2016 гг. Транснефть планирует направить 650 млрд руб. на капитальные вложения, которые могут быть профинансированы за счет собственных средств компании. До 2020 г. на новые проекты будет направлено 523,4 млрд руб., на реконструкцию и техническое перевооружение - 1,14 трлн руб. Мы не исключаем, что сроки ввода новых проектов могут быть сдвинуты из-за корректировок нефтяными компаниями своих планов по разработке месторождений.

Долговая нагрузка на том же уровне

Долговая нагрузка изменилась незначительно и составила 1,82x Чистый Долг/ЕБИТДА. Напомним, ранее Транснефть не планировала увеличивать долговую нагрузку до 2017 г. Более того, компания может отказаться от рефинансирования в 2015 г. и погасить долг из собственного операционного денежного потока. Ранее менеджмент заявлял, что в 2015 г. Транснефть может погасить облигации на сумму 135 млрд руб. и выплатит 40 млрд руб. по китайскому кредиту.

Евробонд TNEFT 18 выглядит дорого, котируясь с дисконтом к кривой Газпрома. Также неплохой альтернативой для инвесторов, нечувствительных к санкциям, являются бонды TMENRU 18 (YTM 5,9%). Отметим, что Транснефть, как и Роснефть, 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

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

ЦБ включает антикризисные механизмы



#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	ФК Открытие	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.