



10 апреля 2015 г.

Мировые рынки

Долги GEM продолжают ралли

На финансовых рынках вчера сохранился повышенный спрос на рискованные активы (глобальные индексы акций прибавили 0,4-0,6%, при этом европейские индексы обновили многолетние максимумы). Основной идеей для игры на повышение остается осуществление выкупа активов на баланс ЕЦБ, а также вероятный перенос повышения ключевой ставки ФРС на более позднее время. Кстати говоря, согласно опросу, проведенному WSJ, большинство экономистов ожидает первое повышение ставки в сентябре этого года, в то время как котировки фьючерсов на ставку предполагают более поздние сроки. Несмотря на повышение доходностей базовых активов (10-летние UST прибавили 5 б.п. до YTM 1,95%), бонды GEM продолжили ценовой рост: так, выпуски Russia 42 прибавили 2,2 п.п. до 104,2% от номинала, премия к бразильским госбондам сократилась до 17 б.п. Также позитивная ценовая динамика сохранилась и в корпоративных выпусках (интерес был к выпускам Роснефти и Газпрома).

Рынок ОФЗ

Валютный ажиотаж толкает ОФЗ к более низким доходностям

Рынок ОФЗ продолжает двигаться в сторону более низких доходностей, при этом основным фактором остается сильное укрепление рубля (сегодня <51 руб./долл.). Если предположить, что рубль останется на достигнутых уровнях до конца года (что означает 12М изменение доллара к рублю на -23%), то доходности 10-летних ОФЗ вполне могут уйти даже ниже YTM 9% (с текущих YTM 11%), предполагая высокий потенциал для ценового роста. Однако такая стратегия сопряжена с валютным риском (см. комментарий "Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?"). Текущее сильное укрепление рубля может создать почву для более сильного снижения ключевой ставки на заседании 30 апреля. Косвенным признаком того, что разворот на валютном рынке близок, свидетельствуют активные продажи валюты населением в последние несколько дней, которое традиционно "покупает дорого, а продает дешево". Отметим, что по оценке платежного баланса ЦБ в 1 кв. 2015 г. чистая продажа наличной валюты составила 4,3 млрд долл., тогда как в 4 кв. 2014 г. была чистая покупка на 15 млрд долл. В случае разворота курса рубля длинные ОФЗ, скорее всего, также продемонстрируют коррекцию (в результате которой мы ожидаем снижение инверсии суверенной кривой).

Рынок корпоративных облигаций

ПМХ/Группа Кокс: девальвация повысила долг

Компания опубликовала результаты за 2П 2014 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Несмотря на существенный рост EBITDA, опережающее увеличение долга из-за резкой девальвации рубля привело к небольшому повышению показателя Чистый долг/EBITDA до 3,4х (3,3х на конец 1П 2014 г.). Компании предстоят существенные погашения в 2016 г. (390 млн долл., в основном это евробонд, который ПМХ планирует погасить либо за счет накопления денежных средств, либо путем выпуска нового бонда, что, на наш взгляд, будет достаточно сложно). Наша рекомендация от 15 апреля 2014 г. покупать евробонды KOKSRU 16 реализовалась: их котировки выросли с 84% до 93% от номинала, что соответствует YTM 14,1% и предполагает премию 285 б.п. к RASPAD 17. По нашему мнению, сейчас покупать KOKSRU 16 можно лишь в рамках высокорисковой спекулятивной стратегии. См. стр. 2.

Транснефть: может выкупить по оферте облигации на 135 млрд руб.

Результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г мы оцениваем нейтрально. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA осталась на уровне 1,5х. Напомним, ранее Транснефть не планировала увеличивать долговую нагрузку до 2017 г. Но, вероятно, компания откажется даже от рефинансирования: так, в 2015 г. она может погасить облигации на 135 млрд руб. и выплатить 40 млрд руб. по китайскому кредиту. По данным менеджмента, новое размещение облигаций в текущих условиях возможно с купоном около 17%, что не устраивает компанию. Евробонды TNEFT 18 (YTM 5,5%) не отличаются высокой ликвидностью и справедливо оценены, котируясь на кривой Газпрома. Лучшей им альтернативой мы считаем бонды TMENRU 18 (YTM 5,95), которые еще не полностью отыграли премию (отметим, что Транснефть, так же как и Роснефть, находится под финансовыми санкциями США/ЕС). См. стр. 4.

ПМХ/Группа Кокс: девальвация повысила долг

Результаты за 2П 2014 г. оцениваем умеренно позитивно

ПМХ (ранее - Группа Кокс) (В/В2/В), крупнейший независимый производитель и экспортер чугуна и товарного кокса в РФ, опубликовал финансовые результаты за 2П 2014 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Девальвация рубля оказала заметный положительный эффект на выручку, рентабельность и операционный денежный поток компании, однако, в то же время существенно увеличив размер долга (75% номинировано в долларах). Дополнительную поддержку показателям оказали продажи (в долларах) кокса на Украину в условиях работы украинских предприятий на половину своей мощности. Кроме того, снижение цен на сырье (уголь и железную руду) заметно улучшило прибыльность производства чугуна.

Опережающий рост долга из-за девальвации рубля

Несмотря на существенный рост EBITDA, опережающее увеличение долга из-за резкой девальвации рубля привело к небольшому повышению показателя Чистый долг/EBITDA до 3,4х (3,3х на конец 1П 2014 г.). Отметим, что по методике расчета долговой нагрузки по евробонду KOKS, 2016 она составила 3,1х Долг/EBITDA на конец 2014 г. В связи с продолжающимся в настоящий момент укреплением российской валюты компания прогнозирует снижение размера долга.

Риски рефинансирования оцениваем как приемлемые

Риски рефинансирования компании мы оцениваем как умеренные: краткосрочный долг (8,1 млрд руб.) в основном состоит из возобновляемых инструментов. Хотя он не покрывается накопленными денежными средствами (855 млн руб.), компании доступны невыбранные кредитные линии в объеме 18,7 млрд руб. Существенные погашения предстоят в 2016 г. - 390 млн долл. (свыше 20 млрд руб. по текущему курсу). В основном это евробонд, который ПМХ планирует погасить либо за счет накопления собственных денежных средств, либо путем выпуска нового евробонда (последнее, на наш взгляд, будет достаточно сложно в условиях закрытости для российских компаний международных рынков долгового капитала).

Ключевые финансовые показатели ПМХ

В млн руб., если не указано иное	2П 2014	1П 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	25 839	21 394	+21%	47 233	43 036	+10%
EBITDA	6 637	4 855	+37%	11 492	6 595	+74%
Рентабельность по EBITDA	25,7%	22,7%	+3 п.п.	24,3%	15,3%	+9 п.п.
Чистый убыток	-7 605	-96	+79x	-7 701	-2 436	+3,2x
Операционный поток	9 595	2 747	+3,5x	12 342	9 797	+26%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 873	-2 621	-28%	-4 494	-6 109	-26%
Капвложения	3 745	2 459	+52%	6 204	6 007	+3%
Финансовый поток	-6 949	-500	+14x	-7 449	-3 439	+2,2x
В млн руб., если не указано иное		31 дек. 2014			30 июня 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		39 552			28 821	+37%
Краткосрочный долг		8 094			6 072	+33%
Долгосрочный долг		31 458			22 749	+38%
Чистый долг		38 697			28 562	+35%
Чистый долг/EBITDA LTM*		3,4x			3,3x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост результатов основного сегмента связан с девальвацией рубля и снижением цен на сырье

В основном сегменте компании "Руда и Чугун" (с долей 68% в общей выручке) выручка во 2П 2014 г. выросла на 13% п./п. благодаря экспортным продажам чугуна в твердой валюте при достаточно стабильных мировых ценах на этот товар. Показатель EBITDA сегмента увеличился в 1,5 раза п./п. также за счет падения цен на сырье при производстве чугуна - коксующегося угля и железной руды (на 5% и 26% п./п., соответственно). Рентабельность этого сегмента повысилась до 26% против 19% в 1П 2014 г.

Поддержку сегменту "Кокс" оказали продажи на Украину

В сегменте "Кокс" выручка во 2П 2014 г. выросла на 26% п./п. за счет увеличения объемов реализации, в частности, продаж кокса на Украину в долларах. Поддержку EBITDA (+79% п./п.) и рентабельности (16,5% против 12% в 1П 2014 г.) этого сегмента оказало также снижение цен на коксующийся уголь.

Угольный сегмент под давлением плановых ремонтов

Результаты угольного сегмента компании во 2П 2014 г. оказались под давлением расходов на плановый ремонт на участке Коксовый: выручка повысилась на 25% п./п. на фоне роста объема продаж угля при увеличении EBITDA всего на 6,5% п./п. Рентабельность сегмента снизилась с 11% в 1П 2014 г. до 9,6% во 2П 2014 г.

Оптимистичный прогноз компании на 2015 г.

В итоге за 2П 2014 г. общая выручка выросла на 21% п./п. до 25,8 млрд руб., EBITDA - на 37% п./п. до 6,6 млрд руб., рентабельность по EBITDA - с 23% до 26%. В ходе телеконференции менеджмент компании представил достаточно оптимистичный прогноз на 2015 г. Так, компания ожидает роста спроса на чугун за счет перехода ряда предприятий, производящих чугун, на производство стали, также за счет продолжающейся нестабильной ситуации на Украине и запуска новых производств по выплавке стали в США (закупающих чугун).

Капвложения профинансированы из операционного потока

Операционный денежный поток во 2П 2014 г. вырос значительно - в 3,5 раза п./п. до 9,6 млрд руб. на фоне высвобождения средств из оборотного капитала в объеме 2,9 млрд руб. (в 1П 2014 г. - инвестиции в него составили 1,5 млрд руб.). Капвложения (3,7 млрд руб.) во 2П были полностью профинансированы из операционного потока. В 2014 г. в целом капзатраты составили 6,2 млрд руб. (+3% г./г.) и были направлены на строительство шахты имени Тихова и вторую очередь шахты Бутовская, а также на рудную шахту на КМАруда. В 2015 г. компания пока планирует такой же уровень капитальных инвестиций. Напомним, что сталеплавильный проект компании ТулаЧермет Сталь выделен в отдельное предприятие и реализуется за счет проектного финансирования (инвестиции оцениваются на уровне 30 млрд руб., до 30% из них за счет собственных средств проекта, остальное - за счет средств от иностранных банков, с пиком инвестиций в 2016 г.).

Во 2П 2014 г. компания продолжила выкуп с рынка собственных еврооблигаций KOKS, 2016 с погашением в июне 2016 г.: был выкуплен объем на 36 млн долл. (соответственно в обращении сейчас находится 314 млн долл.). В ходе телеконференции ПМХ было озвучено, что каких-либо планов по официальной программе выкупа евробонда у компании нет. Также мы позитивно оцениваем намерение ПМХ не выплачивать дивиденды за 2014 г.

Наша рекомендация от 15 апреля 2014 г. покупать евробонды KOKSRU 16 реализовалась: их котировки выросли с 84% до 93% от номинала, что соответствует YTM 14,1% и предполагает премию 285 б.п. к RASPAD 17. Мы считаем, что компания не может погасить евробонд KOKSRU 16, используя только собственные средства (операционный денежный поток и остатки денежных средств на балансе). Но у компании есть подтвержденные кредитные линии, объем которых достаточен для рефинансирования. По нашему мнению, покупать KOKSRU 16 можно лишь в рамках высокорисковой спекулятивной стратегии.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Транснефть: может выкупить по оферте облигации на 135 млрд руб.

Рост капвложений увеличил отрицательный свободный денежный поток

Вчера Транснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 4 кв. 2014 г., которые мы нейтрально оцениваем для кредитного профиля компании. EBITDA сократилась на 11% кв./кв. в основном из-за роста в несколько раз прочих операционных расходов. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA осталась на уровне 1,5x. Напомним, ранее Транснефть не планировала увеличивать долговую нагрузку до 2017 г. Но, вероятно, компания откажется даже от рефинансирования: так, в 2015 г. она может погасить облигации на сумму 135 млрд руб. и выплатить 40 млрд руб. по китайскому кредиту. По данным менеджмента, новое размещение аналогичных облигаций в текущих условиях возможно с купоном около 17%, что не устраивает компанию. Накопленные денежные средства на балансе компании составляют 118 млрд руб., дополнительно у компании есть прочие финансовые активы (депозиты, облигации, векселя и пр.) почти на 450 млрд руб. При этом мы ожидаем, что свободный денежный поток в 2015 г. будет либо нулевым, либо даже отрицательным.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	200 445	196 022	+2%	774 380	749 617	+3%
EBITDA	78 690	88 167	-11%	345 145	352 744	-2%
Рентабельность по EBITDA	39,3%	45,0%	-5,7 п.п.	44,6%	47,1%	-2,5 п.п.
Рентабельность по EBITDA*	47,6%	56,9%	-9,3 п.п.	56,1%	59,0%	-3,0 п.п.
Чистая прибыль	-58 478	26 000	-	59 500	158 017	-62%
Чистая рентабельность	отриц.	13,3%	-	7,7%	21,1%	13,4 п.п.
Операционный денежный поток	84 099	67 108	+25%	273 210	322 776	-15%
Капвложения	116 022	68 409	+1,7x	312 020	223 015	+40%
Свободный денежный поток	-31 923	-1 301	-24,5x	-38 810	99 761	-

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	759 192	602 482	+26%
Краткосрочный долг	181 920	167 269	+9%
Долгосрочный долг	577 272	435 213	+33%
Чистый долг	646 132	667 751	-3%
Чистый долг/ EBITDA LTM**	1,51x	1,53x	-

* без учета операций по реализации сырой нефти в Китае

** EBITDA за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Пик инвестиций в 2015-16 гг. составит суммарно 650 млрд руб.

В 4 кв. операционный денежный поток увеличился на 25% до 84 млрд руб., но отрицательный свободный денежный поток увеличился до 32 млрд руб. (4 кв. Транснефть увеличила капитальные вложения на 70% до 116 млрд руб.).

В 2015-2016 гг. Транснефть ожидает пик капитальных инвестиций, которые за два года составят около 650 млрд руб. В целом за 2015-20 гг. компания планирует вложить 523,4 млрд руб. в новые проекты, а на реконструкцию будет направлено 1,14 трлн руб. Однако не исключено, что сроки ввода новых проектов будут сдвинуты из-за корректировки нефтяными компаниями планов по разработке месторождений.

10 апреля 2015 г.

Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды TNEFT 18 (YTM 5,5%) не отличаются высокой ликвидностью и справедливо оценены, котируясь на кривой Газпрома. Лучшей им альтернативой мы считаем бонды TMENRU 18 (YTM 5,95), которые еще не полностью отыграли премию (отметим, что Транснефть, так же 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

Резкое падение импорта поддержит рубль

Инфляция

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

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

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Дефицит бюджета в январе повышает вероятность более интенсивных поступлений госсредств в систему в ближайшие месяцы

Рынок облигаций

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

Банковский сектор

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

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	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.