



11 июня 2015 г.

Мировые рынки

Снижение рейтинга S&P Греции не прошло незамеченным

Агентством S&P принято решение снизить рейтинг Греции до CCC с негативным прогнозом, что соответствует высокой вероятности дефолта страны по своим обязательствам в течение следующих 12 месяцев. Формальной причиной стало решение Греции перенести погашение долга перед МВФ на конец июня. Пока переговоры с кредиторами не привели к прогрессу: вчера очередной план греческого правительства по условиям, на которых может быть получена финансовая помощь, был отвергнут (Греция не готова к дополнительному сокращению пенсий и повышению НДС). Между тем, ЕЦБ увеличил лимит фондирования греческих банков еще на 2,3 млрд евро в рамках программы ELA, что свидетельствует о том, что желание найти компромисс все-таки есть. Решение агентства S&P не прошло незамеченным: доходность 10-летних облигаций Греции выросла на 15 б.п. до YTM 11,34%.

Дальнейшего роста доходностей на рынке UST не произошло: 10-летние облигации котировались с YTM 2,48-2,5%. Мы считаем, что по итогам FOMC вероятно коррекция на более низкие уровни доходностей. Вслед за ценами на нефть суверенные и корпоративные еврооблигации РФ продемонстрировали небольшой ценовой рост.

Рынок ОФЗ

Аукционы: восстановление рубля поддержало спрос

Вчерашние аукционы ОФЗ можно признать успешными: Минфину удалось реализовать почти весь (14,9 млрд руб.) предложенный объем 15 млрд руб. без премии к котировкам вторичного рынка, сложившимся за день до аукциона (по ценам отсечения доходности 8-летних ОФЗ 26215 и 4-летних ОФЗ 26216 составили YTM 10,69% и YTM 10,78%, соответственно). Стоит отметить, что все удовлетворенные заявки на покупку длинных бумаг были выставлены по одной цене (81,46% от номинала), это может свидетельствовать об узком круге крупных участников. Вслед за укреплением рубля (доллар потерял 2 руб., опустившись ниже 54,5 руб.) рынок госбумаг продемонстрировал вчера заметный ценовой рост: так, длинные бумаги ОФЗ 26207 подорожали на 1,2 п.п., доходность снизилась на 20 б.п. до YTM 10,54%. При этом кривая сохраняет инверсионную форму (спред ОФЗ 25081 - ОФЗ 26207 составляет 22 б.п.), что обусловлено ожиданиями по ключевой ставке. Кстати говоря, согласно опросу Tradition, в котором приняли участие 79 трейдеров, большинство (57%) ожидает, что ЦБ по итогам заседания в понедельник снизит ставку всего на 100 б.п. и лишь 15% ожидают понижения более чем на 100 б.п. Если ЦБ замедлит темп снижения ключевой ставки, на рынке ОФЗ произойдет заметная коррекция. При этом наблюдающееся сейчас укрепление рубля может стать аргументом в пользу сохранения текущих темпов смягчения монетарной политики.

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: высокий запас ликвидности. См. стр. 2

АФК Система (BB-/B1/BB-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Выручка снизилась на 14% кв./кв. до 167,7 млрд руб., что связано преимущественно с сезонностью бизнеса многих дочерних компаний. Показатель OIBDA вырос на 48% кв./кв. до 44,6 млрд руб. Риски рефинансирования в 2015 г. минимальны. Доходность AFKSRU 19 составляет сейчас YTM 7,6%, что соответствует справедливому, на наш взгляд, дисконту 40 б.п. к выпускам EVRAZ 18. Текущий спред 100 б.п. к бумагам MOBTEL 20 выглядит также обоснованным. На рублевом рынке все еще интересными для покупки (хотя основной потенциал ценового роста уже исчерпан) являются АФК Система БО-1 с YTP 13,1% @ август 2016 г.

ЛУКОЙЛ: Ирак компенсирует падение цен на нефть. См. стр. 3

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по US GAAP, которые мы нейтрально оцениваем с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка сократилась на 26% кв./кв., но показатель EBITDA вырос на 47% кв./кв., рентабельность по EBITDA повысилась с 6,3% до 12,6%. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,59x до 0,65x Чистый Долг/EBITDA LTM. Облигации ЛУКОЙЛа имеют самую низкую доходность среди бумаг нефтегазовых эмитентов. Лучшей им альтернативой мы считаем бумаги Газпрома. В сегменте бумаг нефтегазовых эмитентов инвесторам, не чувствительным к санкциям, мы рекомендуем облигации Роснефти, их премия к кривой ЛУКОЙЛа составляет 100 б.п.

АФК Система: высокий запас ликвидности

АФК Система (BB/B1/BB-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. впервые по МСФО (компания перешла со стандартов US GAAP, также изменена валюта отчетности - теперь рубли вместо долларов США), которые мы оцениваем нейтрально.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	167,7	194,0	-14%	167,7	143,2	+17%
OIBDA	44,6	30,0	+48%	44,6	41,8	+7%
Рентабельность по OIBDA	26,6%	15,5%	+11,1 п.п.	26,6%	29,2%	-2,6 п.п.
Чистая прибыль/убыток*	32,1	-196,6	-	32,1	10,4	+3,1x
Операционный поток				62,5	15,4	+4,1x
Инвестиционный поток, в т.ч.				-84,1	-67,5	+25%
Капвложения				37,6	13,5	+2,8x
Финансовый поток				24,5	69,2	-2,8x

*В доле АФК Система

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Долг Корпоративного центра АФК Система

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	68,5	68,8	0%
Краткосрочный долг	8,2	15,1	-46%
Долгосрочный долг	60,3	53,7	+12%
Накопленные денежные средства (включая краткосрочные депозиты)	29,7	28,8	+3%
Чистый долг	38,8	40,0	-3%

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонное снижение выручки кв./кв. и рост OIBDA из-за эффекта низкой базы у МТС, сокращения издержек Корпоративного центра и хороших показателей ЛесИнвеста

Выручка снизилась на 14% кв./кв. до 167,7 млрд руб., что связано преимущественно с сезонностью бизнеса многих дочерних компаний (МТС, Детский Мир, РТИ). Показатель OIBDA вырос на 48% кв./кв. до 44,6 млрд руб. благодаря увеличению этого показателя у МТС на 8,5% до 41,3 млрд руб. из-за эффекта низкой базы (в 4 кв. произошло списание депозитов МТС в обанкротившемся украинском Дельта Банке), а также росту эффективности Segezha Group (бывший ЛесИнвест), Корпоративного центра (за счет сокращения персонала и прочих издержек) и ООО "Таргин". 8 из 13 активов компании показали прибыль на уровне OIBDA, все также убыточными пока остаются Медси и индийский оператор SSTL. МТС-Банк существенно снизил убыток кв./кв. (в 8 раз) за счет уменьшения начисленных резервов по кредитному портфелю. Рентабельность по OIBDA за 1 кв. выросла с 15,5% до 26,6%.

Долговая нагрузка корпоративного центра и риски рефинансирования на приемлемом уровне

По состоянию на конец 1 кв. 2015 г. долг Корпоративного центра почти не изменился кв./кв. и составил 68,5 млрд руб., из которого лишь 6,7 млрд руб. гасится в 2015 г., 18,4 млрд руб. - в 2016 г., что в сравнении с денежной позицией (29,7 млрд руб.) не представляет риска для рефинансирования. В то же время, существенный риск ликвидности возникает для компании в 2016 г. в связи с опционом Росимущества на продажу компании 17,4% доли в SSTL (минимум за 777 млн долл., или ~43 млрд руб.). Во время телеконференции компания сообщила, что ведет переговоры с Росимуществом и Минфином о реструктуризации этого опциона и добилась определенного прогресса в данном вопросе.

В результате компенсация за выбытие Башнефти составит более 60 млрд руб.

Также кредитный риск могут представлять потенциально высокие инвестиции в развивающиеся активы группы и новые приобретения при низком уровне возврата на них: в 4 кв. было потрачено 24,2 млрд руб.; в 1 кв. новых приобретений не было, при этом на финансирование SSTL было направлено 4,7 млрд руб., на расходы Корпоративного центра - 2,4 млрд руб.

Однако эти риски компенсируются высоким кредитным качеством основного зарабатывающего актива: в августе 2015 г. АФК Система получит дивиденды от МТС в размере 20 млрд руб. Кроме того, будет получена компенсация за выбытие Башнефти - после отчетной даты было

подписано дополнительное соглашение, и теперь право требования на денежные средства, депозиты и финансовые инструменты составляет в совокупности более 60 млрд руб. в рамках мирового соглашения с Урал-Инвестом. По данным компании, срок большей части депозитов истекает в 2016 г., и эти средства пополнят запас ликвидности на уровне Корпоративного центра. В 1 кв. небольшая часть этой компенсации уже была получена (8,4 млрд руб.).

По итогам 2014 г. компания планирует выплату дивидендов в размере 4,54 млрд руб.

Выпуски АФК Система достигли своих справедливых уровней

С момента нашей рекомендации (см. комментарий от 25 февраля 2015 г.) бонды AFKSRU 19 подорожали на 18 п.п. до 98% от номинала, при этом доходность опустилась до YTM 7,6%, что соответствует, как мы и ожидали, дисконту 40 б.п. к выпускам EVRAZ 18. Мы считаем этот дисконт обоснованным, учитывая более сильные кредитные метрики АФК Системы. Текущий спред 100 б.п. к бумагам MOBTEL 20 выглядит справедливым. На рублевом рынке все еще интересными (хотя основной потенциал ценового роста уже исчерпан) для покупки являются АФК Система БО-1 с YTP 13,1% @ август 2016 г.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

ЛУКОЙЛ: Ирак компенсирует падение цен на нефть

EBITDA восстанавливается после провала в 4 кв.

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по US GAAP, которые мы нейтрально оцениваем с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка сократилась на 26% кв./кв., но показатель EBITDA вырос на 47% кв./кв., рентабельность по EBITDA повысилась с 6,3% до 12,6%. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,59x до 0,65x Чистый Долг/EBITDA LTM.

В 2015 г. ЛУКОЙЛ не планирует привлекать дополнительные средства для финансирования капитальных вложений. При этом дивидендные выплаты останутся на высоком уровне, их размер будет сохранен в долларовом выражении. Мы считаем финансовое положение ЛУКОЙЛа устойчивым, так как компания имеет существенный запас прочности за счет низкой долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	23 190	31 260	-26%	23 190	35 681	-35%
EBITDA	2 925	1 985	+47%	2 925	4 582	-36%
Рентабельность по EBITDA	12,6%	6,3%	+6,3 п.п.	12,6%	12,8%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	690	- 996	-	690	1 733	-60%
Чистая рентабельность	3,0%	отриц.	-	3,0%	4,9%	-1,9 п.п.
Операционный денежный поток	3 289	3 370	-2%	3 289	3 292	0%
Капитальные вложения	2 561	3 517	-27%	2 561	3 113	-18%
Свободный денежный поток	728	- 147	-	728	179	+4,1x
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015			31 дек. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	13 356			13 529		-1%
Краткосрочный долг	2 134			2 168		-2%
Долгосрочный долг	11 222			11 361		-1%
Чистый долг	10 149			10 291		-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,65x			0,59x		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

ЛУКОЙЛ сокращает объемы переработки из-за налогового маневра

В 1 кв. 2015 г. суточная добыча углеводородов сохранилась на уровне прошлого квартала как в целом по Группе, так и на российских активах. Объем переработки нефти сократился на 7% кв./кв. до 1,24 млн барр./сутки. Производство нефтепродуктов снизилось на 8% до 14,3 млн тонн. Причиной резкого сокращения переработки стало значительное падение ее рентабельности по российским заводам из-за введенного налогового маневра с 1 января 2015 г. Но суммарный объем реализации нефти и нефтепродуктов остался примерно на уровне предыдущего квартала и составил 49,2 млн тонн: реализация нефти выросла на 7% кв./кв. до 144,1 млн барр., а продажи нефтепродуктов сократились на 4% кв./кв. до 26,5 млн тонн.

Денежный поток из Ирака упал более чем вдвое

В 1 кв. доля ЛУКОЙЛа в нефти с проекта Западная Курна - 2 в Ираке сократилась на 6% кв./кв. до 14,12 млн барр. Доля выручки составила 642 млн долл. (1,42 млрд долл. в 4 кв. 2014 г.), и 395 млн долл. (845 млн долл. в 4 кв. 2014 г.) на уровне EBITDA. Напомним, менеджмент ожидает, что затраты на разработку проекта Западная Курна-2 будут полностью компенсированы в 2015 г. Мы ожидаем, что в 2015 г. ЛУКОЙЛ может получить до 2 млрд долл. на уровне EBITDA компенсационных платежей с проекта. Но стоит отметить, что компенсационные поступления в 1 кв. 2015 г. оказались существенно ниже изначальных прогнозов менеджмента: 642 млн долл. против 1,7 млрд долл. На телеконференции менеджмент компании заявил, что Ирак согласился предоставить дополнительные объемы компенсационной нефти из-за падения цен. Мы полагаем, что стоит ожидать существенного улучшения показателей компании в 2-3 кв. за счет роста компенсаций и восстановления цен на нефть.

Капвложения падают из-за девальвации

Капитальные вложения упали на 27% кв./кв. до 2,6 млрд долл., в основном из-за девальвации рубля. При этом операционный денежный поток сократился лишь на 2% кв./кв. до 3,3 млрд долл. В результате компании удалось сгенерировать свободный денежный поток в размере 728 млн долл. В 2015 г. ЛУКОЙЛ планирует сокращение капитальные вложений на 20-25% за счет девальвации рубля. Добычу нефти планируется сохранить на уровне 2014 г.

Бонды ЛУКОЙЛа имеют самую низкую доходность среди бумаг нефтегазовых эмитентов. Лучшей им альтернативой мы считаем бумаги Газпрома. В сегменте бумаг нефтегазовых эмитентов инвесторам, не чувствительным к санкциям, мы рекомендуем бонды Роснефти, их премия к кривой ЛУКОЙЛа составляет 100 б.п.

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.