



14 марта 2017 г.

Мировые рынки

Снижение цен на нефть и рост доходностей UST пока не сильно влияют на российские активы

В отсутствие значимых новостей существенных изменений на финансовых рынках вчера не наблюдалось: подешевевшая на прошлой неделе нефть Brent осталась около 51,4 долл./барр. (активность производителей сланцевой нефти в США создает большую неопределенность, в частности, риски для дальнейшего соблюдения договоренности стран ОПЕК). На рынке UST преобладала негативная ценовая динамика (доходность 10-летних UST поднялась на 4-5 б.п. до YTM 2,62%) в ожидании "ястребиной" риторики ФРС. Несмотря на ухудшение внешней конъюнктуры (коррекция нефти и повышение доходностей базовых активов), интерес к российскому риску сохраняется высоким, о чем свидетельствует размещение бондов EVRAZ 23 на 750 млн долл. со ставкой купона 5,375% (на вторичном рынке котировки на 1 п.п. выше номинала, это соответствует кривой доходностей выпусков эмитента, для сравнения, более короткие EVRAZ 22 котируются с YTM 5,02%), что обусловлено низким предложением нового долга. В этой связи размещение маркируемого выпуска Газпрома, скорее всего, пройдет без премии ко вторичному рынку.

Экономика

"Фискальная девальвация": вопрос времени

А. Силуанов поддержал вариант налогового маневра в ненефтегазовой сфере. Министр согласен со снижением ставки страховых взносов с 30% до 22%, а выпадающие из-за этого бюджетные доходы - восполнить с помощью повышения НДС с 18% до 22%. Также предложено унифицировать ставку страховых взносов, отказавшись от "хвоста" (зарплаты в сумме >876 тыс. руб., накопленной с начала года, облагаются по ставке 15%). Предлагаемая схема, по расчетам Минфина, будет нейтральна для бюджетных доходов. Она призвана, с одной стороны, увеличить собираемость налогов (от уплаты НДС уходит сложнее, чем от страховых взносов), а с другой, дать стимул экспортерам (товары и услуги на экспорт не облагаются НДС, поэтому снижение ставок страховых взносов должно дать им преимущество). Минфин не раскрыл сроков, в которые предполагается ввести изменения, но мы полагаем, что это будет сделано не ранее выборов Президента в марте 2018 г.

На наш взгляд, пока в предложенном варианте "фискальной девальвации" с точки зрения экономики больше негативных, чем позитивных моментов. Во-первых, по нашим оценкам, в результате маневра повысится инфляция (по расчетам Минфина, единовременно на 2 п.п.), а восстановление потребительского спроса сильно замедлится. По нашим оценкам, эффект на инфляцию может быть даже больше. Так, предельный рост цен, связанный с таким повышением НДС, сопоставим с масштабами повышения ставки (+4 п.п. к инфляции), но подобное повышение цен в моменте может вызвать ощутимое сокращение потребления домашних хозяйств (>2 п.п.), в результате итоговый эффект на инфляцию составит ~3,2 п.п.

Во-вторых, мы полагаем, что стимулирующее воздействие "фискальной девальвации" для экспортеров и компаний, пользующихся льготными ставками (ритейл, фармацевтика, ряд услуг), будет мало заметно для экономики в целом. Так, например, крупнейшие нефтегазовые компании, по нашим оценкам, вряд ли смогут ощутить на себе эффект снижения страховых взносов: доля расходов на оплату труда (с учетом страховых взносов) в общем объеме их операционных затрат составляет 4-13%. Кроме того, в этих компаниях, скорее всего, велика доля высокооплачиваемых сотрудников, для которых с определенного момента страховые взносы начисляют по льготной ставке. Так, например, по нашим оценкам, для Роснефти эффективная ставка страховых взносов в 2015-2016 г. составила ~24%, поэтому унификация ставки страховых взносов на уровне 22% вряд ли сможет изменить ситуацию.

Несмотря на то, что в целом для экономики, напрямую не связанной с экспортом, предлагаемый налоговый маневр окажет негативное влияние, следует отметить, что ряд отраслей, ориентированных на внутренний спрос, все же смогут получить преимущество. Это компании, товары и услуги которых не облагаются НДС: банки (ряд основных банковских операций, например, выдача кредитов), медицина, образование. Также преимущества получат компании с высокой долей ФОТ в структуре операционных затрат, например, сельское хозяйство, розничная торговля. Однако отметим, что, по нашему мнению, основная цель, которую преследуют сторонники "фискальной девальвации" - повысить собираемость налоговых платежей. При этом стимулирующий эффект для экономики, на наш взгляд, сомнителен, поскольку основной объем возросшей налоговой нагрузки ляжет на потребителя (через рост цен на конечную продукцию), что, по нашему мнению, значительно затруднит выход экономики на более высокие темпы экономического роста.

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: слабые результаты, с надеждой на 2017 г. См. стр. 2

ТМК: слабые результаты, с надеждой на 2017 г.

Слабые результаты за 4 кв.

ТМК (B+/B1/-) опубликовала слабые финансовые результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО, оказавшиеся в целом на уровне сезонно низкого 3 кв., в котором компания проводит плановые ремонты. За счет увеличения объемов продаж выручка повысилась на 10% кв./кв., EBITDA - на 11% кв./кв., рентабельность по EBITDA осталась на отметке 15,5%.

Долговая нагрузка на уровне 5,0х, компания не исключает выплаты дивидендов

По-прежнему основным негативным моментом остается высокая долговая нагрузка компании - по нашим оценкам, 5,0х Чистый долг/EBITDA LTM. ТМК уже не раз заявляла о намерении ее сократить до 2,5х, среди возможных вариантов рассматривается продажа неключевых активов. По итогам 2017 г. компания осторожно оценивает ее снижение до 4,0х, заявляя при этом, что не исключает выплаты дивидендов по итогам 2016 г.

Накопленных денежных средств на конец года (277 млн долл.) достаточно для погашения краткосрочного долга (268 млн долл.). Однако в 2018 г. ТМК необходимо погасить/рефинансировать 373 млн долл., а в 2019 г. - 1 млрд долл. Компания рассматривает различные источники рефинансирования, в том числе евробонды, а также невыбранные кредитные линии (724 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	902	822	+10%	3 338	4 127	-19%
EBITDA	140	126	+11%	530	651	-19%
Рентабельность по EBITDA	15,5%	15,3%	+0,2 п.п.	15,9%	15,8%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль/убыток	84	11	+7,6х	166	-368	-
Операционный поток	192	12	+16,0х	476	684	-30%
Инвестиционный поток, в т.ч.	16	-71	-	-81	-185	-56%
Капвложения	-65	-48	+35%	-175	-208	-16%
Финансовый поток	-127	-57	+2,2х	-418	-381	+10%
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2016			30 сент. 2016		
Совокупный долг, в т.ч.	2 918			2 889		
Краткосрочный долг	268			527		
Долгосрочный долг	2 650			2 361		
Чистый долг	2 641			2 686		
Чистый долг/EBITDA LTM*	5,0х			4,9х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Физические объемы реализации в 4 кв. повысились на 7% кв./кв. до 884 тыс. т (+5% бесшовные, +13% сварные трубы) как за счет российского дивизиона (+5% до 747 тыс. т), так и продолжившегося восстановления в американском дивизионе (+25% до 93 тыс. т).

Выручка росла за счет объема продаж, рентабельность на том же уровне

В российском дивизионе выручка выросла на 10% кв./кв. до 739 млн долл. в результате увеличения объемов реализации сварных линейных труб, роста выручки от прочей деятельности (продажи стальной заготовки, нанесения защитных покрытий), а также укрепления рубля (на 3% кв./кв.). В США выручка повысилась лишь на 15% кв./кв. до 122 млн долл. из-за ухудшения структуры продаж. Рентабельность российского дивизиона в 4 кв. осталась на уровне 19%, а в американском увеличился убыток на уровне валовой прибыли - с -7 до -10 млн долл. из-за роста цен на сырье (г/к прокат).

Операционный денежный поток вырос значительно - в 16 раз кв./кв. до 192 млн долл. (однако показателя 2 кв. в 226 млн долл. не достиг), в основном благодаря высвобождению 55 млн долл. из оборотного капитала против инвестиций в 100 млн долл. в 3 кв. Капвложения в 4 кв. составили 65 млн долл., а за весь 2016 г. - 175 млн долл., что соответствует плану компании по инвестициям в 2016 г. и 2017 г. не более 200 млн долл. ежегодно, из них maintenance capex - 80 млн долл.

В 2017 г. компания ожидает улучшения в американском дивизионе; в целом - рентабельность на уровне 2016 г.

Компания прогнозирует, что рентабельность по EBITDA в этом году останется на уровне 2016 г. В 2017 г. ТМК ожидает роста показателей американского дивизиона за счет повышения объемов бурения (уже в 4 кв. количество буровых установок возросло на 21% кв./кв., объемы складских запасов труб OCTG сократились до 5,3 мес. с 7,6 мес. в 3 кв., объемы отгрузок ТМК США возросли на 30% в первые месяцы года). В российском дивизионе резкий рост стоимости сырья окажет давление на показатели ТМК в 1 кв. 2017 г., тем не менее, компания ожидает, что это будет компенсировано в 2017 г. ростом цен на трубную продукцию на 5-10% (ТМК уже повышала цены в декабре и объявила о повышении с 1 марта на 5%). Кроме того, компания ожидает сокращения объемов поставок труб большого диаметра (видимо, в связи с высокой конкуренцией, несмотря на ускорение строительства Силы Сибири Газпромом в 2017 г. - 663 км против 445 км в 2016 г.).

Бонды ТМК выглядят дорого

Бонды ТМК выглядят дорого, торгуясь к Евразу с премией всего 30-60 б.п., учитывая, что кредитное качество последнего значительно лучше (3,1x Чистый долг/EBITDA), чем у ТМК. Для консервативных инвесторов мы рекомендуем покупать VIP 20 @ 6,25% (YTM 4,33%), которые имеют дисконт всего 14 б.п. к ТМК. Также интерес представляют EVRAZ 22 с YTM 5%.

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

Банковский сектор

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



#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	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+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 Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
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.