



22 августа 2016 г.

Мировые рынки

"Ястребы" в FOMC расправляют крылья

После публикации неоднозначного протокола FOMC не способствовало сохранению "бычьих" настроений на финансовых рынках заявление С. Фишера о том, что ФРС рассматривает возможность повышения ключевой долларовой ставки в этом году. По его мнению, экономика США по своим показателям близка к целям (в частности, ожидается ускорение темпа роста ВВП за счет уменьшения эффекта от произошедшего ранее укрепления доллара). Предполагаемая рынком фьючерсов вероятность повышения ставки в этом году подросла до 53%. Суверенные бонды РФ нейтрально реагируют на нефть (которая немного скорректировалась после сильного ралли на прошлой неделе).

Банковская система

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

По данным СМИ, Минфин выступает против пролонгации субординированных депозитов, которые были выданы банкам ВЭБом в 2008-2009 гг. за счет средств ФНБ в общем объеме 404 млрд руб. По-видимому, использовать средства ФНБ (его разрешено направлять на покрытие дефицита ПФР, который в прошлом году составил 544 млрд руб., а в следующем предварительно - 1,1 трлн руб.) Минфин планирует уже в ближайшее время (например, в 2017 г., согласно проектировкам, из фонда может быть использовано 783 млрд руб.), учитывая вероятное исчерпание Резервного фонда уже в этом году (основными причинами являются низкая в сравнении с планом рублевая цена на нефть и перенос сроков приватизации Башнефти и Роснефти). Несмотря на то, что запас ФНБ не выглядит низким (остаток на счетах в ЦБ в валюте составлял 46,8 млрд долл. на 1 августа, остальная часть фонда 1,6 трлн руб. размещена в ВЭБе и спецпроектах), бюджетная политика, сопровождающаяся активным использованием фондов, скорее всего, не будет продолжена (иначе уже в 2017 г. можно остаться без средств в суверенных фондах). По нашему мнению, Минфину придется заметно нарастить заимствования на внутреннем рынке (возможно, уже в 4 кв. этого года). Кстати говоря, наблюдающееся с начала августа повышение рублевой цены нефти (с 2810 руб. до 3208 руб. за барр., Brent) улучшает ситуацию с бюджетом, однако для выхода к плану требуется более высокая цена (по нашим оценкам, 3700 руб. в среднем в оставшиеся 4 месяца года).

В отношении банков изъятие субордов ВЭБа в целом не окажет существенного влияния на достаточность капитала, поскольку часть из них была конвертирована в капитал 1-го уровня (ВТБ, ГПБ, РСХБ), а другая часть уже и так учитывается в капитале не в полном объеме (~50% из-за амортизации). Эту новость мы оцениваем нейтрально для краткосрочных (с погашением до 2019 г.) субордов Банка Санкт-Петербург и БРС. В то же время стоит отметить, что средств в суверенных фондах для докапитализации банков (в случае появления шоков) уже нет (что повышает вероятность списания субордов с loss absorption в этом случае).

Валютный и денежный рынок

Депозитные аукционы постепенно станут нормой

В последние 2 недели наблюдается стабилизация ставок денежного рынка для банков 1-го круга, RUONIA находится в узком диапазоне 10,3%-10,4%. Таким образом, ЦБ удается удерживать рыночные ставки вблизи ключевой ставки (10,5%), несмотря на то, что массивный приток из бюджета в августе возобновился. 1-18 августа он влил ~1 трлн руб. (0,35 трлн руб. за аналогичный период в июле, а в целом за июль бюджет впервые в этом году не предоставил ликвидность, а стерилизовал 250 млрд руб.). В ответ ЦБ приостановил аукционы РЕПО и вместо них провел 9 августа первый депозитный аукцион на 100 млрд руб. (средневзвешенная ставка 10,2%, 1 неделя). Это привело к росту стоимости фондирования у банков, которые по каким-то причинам зависят от рефинансирования ЦБ. Так, объемы относительно дорогого фиксированного РЕПО (по ставке 11,5%) до середины августа составляли 200-350 млрд руб. А когда в прошлый вторник ЦБ возобновил аукционы РЕПО, предоставив 100 млрд руб., на нем наблюдался 4-кратный переспрос, а средневзвешенная ставка достигла 11,48%, почти сравнявшись с фиксированным РЕПО. Так как мы ожидаем, что приток ликвидности из бюджета за счет трат Резервного фонда до конца 2016 г. продолжится, ЦБ будет вынужден все чаще заменять аукционы недельного РЕПО депозитными аукционами, т.е. стоимость рефинансирования стабильно будет находиться на уровне ключевая ставка + 100 б.п. При этом на этой неделе в связи с уплатой основных налогов месяца (22 августа НДС, по нашим оценкам, 60 млрд руб.; 24-25 августа НДС и часть экспортной пошлины 400 млрд руб.), мы ожидаем от ЦБ увеличения объемов недельного РЕПО на аукционе во вторник до 200-300 млрд руб. Но, несмотря на отток ликвидности, связанный с налогами, мы не ожидаем роста рыночных ставок выше ключевой, т.к. для выплаты налогов банки будут использовать средства на депозитах и корсчетах ЦБ.

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: без особых улучшений. См. стр. 2

ТМК: без особых улучшений

Нейтральные результаты за 2 кв.

ТМК (В+/В1/-) опубликовала нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые незначительно изменились по сравнению с предыдущим слабым кварталом. Выручка выросла на 12% кв./кв., EBITDA - на 19% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 1 п.п. до 16,8%. Результаты российского дивизиона были поддержаны укреплением рубля и снижением операционных расходов при некотором ухудшении структуры продаж, американский дивизион сократил убыток на уровне EBITDA за счет восстановления объемов продаж при по-прежнему слабой ценовой конъюнктуре.

Долговая нагрузка по-прежнему 4,6х

Основным негативным моментом остается высокая долговая нагрузка компании - 4,6х Чистый долг/EBITDA LTM из-за сокращения операционной прибыли г./г. Мы положительно оцениваем намерение ТМК снизить долговую нагрузку до 2,5х, причем среди возможных вариантов в пресс-релизе компании указываются выпуск акций и продажа активов, в том числе зарубежных. В ходе телеконференции менеджмент ТМК пояснил, что это достаточно общая фраза, и, согласно новому регулированию ЕС, компания обязана озвучивать возможные планы, однако они однозначно не ближайшей перспективы. Тем не менее, мы полагаем, что компания может продать часть американских активов, учитывая не очень благоприятную конъюнктуру и убытки на уровне EBITDA (напомним, около года назад компания планировала IPO американского подразделения).

Мы отмечаем не очень комфортную ситуацию с ликвидностью: накопленные денежные средства (313 млн долл.) и доступные невыбранные кредитные линии (351,8 млн долл.) лишь на ~70% покрывают краткосрочный долг.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	2 кв. 2016	2 кв. 2015	изм.
Выручка	853	761	+12%	853	1 162	-27%
EBITDA	143	120	+19%	143	172	-17%
Рентабельность по EBITDA	16,8%	15,8%	+1,0 п.п.	16,8%	14,8%	+2,0 п.п.
Чистая прибыль	57	14	+4,1х	57	47	+2%
Операционный поток	226	46	+4,9х	226	307	-26%
Инвестиционный поток, в т.ч.	10	-36	-	10	-59	-
Капвложения	-39	-24	+62%	-39	-59	-34%
Финансовый поток	-129	-105	+23%	-129	-172	-25%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 829	2 838	0%
Краткосрочный долг	942	600	+57%
Долгосрочный долг	1 887	2 238	-16%
Чистый долг	2 516	2 625	-4%
Чистый долг/EBITDA LTM*	4,63х	4,59х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Физические объемы реализации во 2 кв. выросли на 5% кв./кв. до 896 тыс. т (+5% бесшовные, +5% сварные трубы) как за счет российского дивизиона (+3% до 784 тыс. т), так и восстановления в американском дивизионе (+31% до 65 тыс. т).

Поддержание показателей в российском дивизионе за счет укрепления рубля

В российском дивизионе выручка повысилась на 12% кв./кв. до 731 млн долл. в результате укрепления рубля (на 12% кв./кв.), так как рост объемов реализации был нивелирован изменением структуры продаж (рост отгрузки бесшовных и сварных промышленных труб и снижение доли труб большого диаметра (ТБД)). В США выручка повысилась лишь на 14% кв./кв. до 75 млн долл. из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Рентабельность российского дивизиона во 2 кв. осталась на уровне 22%, в том числе за счет сокращения операционных расходов на 8% кв./кв. (в частности, на R&D и налоги), а американский дивизион сократил убыток на уровне EBITDA до -22 млн долл. с -32 млн долл.

Операционный денежный поток вырос значительно - в 5 раз кв./кв. до 226 млн долл., частично благодаря высвобождению 87 млн долл. из оборотного капитала (против инвестиций в 56 млн долл. в 1 кв.) за счет сокращения дебиторской задолженности и эффективной работы с поставщиками. Компания отмечает, что существенных изменений в оборотном капитале до конца года не предвидится. Капвложения во 2 кв. составили 39 млн долл., а за 1П - 63 млн долл., что лишь 31% от годового плана компании. Напомним, в 2016 г. и 2017 г. ТМК планирует инвестиции не более 200 млн долл. ежегодно, из них maintenance capex - 80 млн долл.

**Компания ожидает
улучшения
показателей во 2П**

В 3 кв. компания ожидает сокращения объемов продаж кв./кв. из-за сезонного снижения спроса на трубы OCTG и проведения плановых ремонтов на российских предприятиях с последующим восстановлением показателей в 4 кв. ТМК прогнозирует рост EBITDA во 2П 2016 г. в целом за счет постепенного улучшения результатов американского дивизиона (что, на наш взгляд, достаточно оптимистично) и стабильных показателей в РФ. При этом рентабельность в 2016 г. ожидается на уровне 2015 г. (15,4%), что предполагает ее снижение во 2П 2016 г. на 1 п.п. относительно первой половины года.

**Важным аспектом, на
наш взгляд, являются
поставки ТБД
Газпрому**

На наш взгляд, важным "подспорьем" для компании мог бы быть рынок ТБД, однако надежда на его восстановление в краткосрочной перспективе пока не очень высока. Так, в этом году Газпром сократил закупки ТБД, в частности, объемы работ по строительству Силы Сибири в 2016 г. были сокращены вдвое (с 800 км до 400 км), по-видимому, из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке газа.

**Бонды ТМК выглядят
дорого**

Бонды ТМК выглядят дорого, торгуясь к Евразу с дисконтом более 60 б.п. Мы считаем, что дисконта по доходности к Евразу быть не должно, учитывая, что кредитное качество последнего не хуже, чем у ТМК. Для инвесторов, склонных к риску, рекомендуем продавать TRUBRU 18, 20 в пользу покупки EVRAZ 18 (@ 6,75%) и EVRAZ 21 (@ 8,25%). Для консервативных инвесторов мы рекомендуем покупать VIP 20 @ 6,25% (YTM 4,7%), которые имеют дисконт всего 35 б.п. к ТМК.

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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#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	Тинькофф 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
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
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.