



24 ноября 2015 г.

Мировые рынки

Нефть в попытках нащупать дно

Вчерашний день оказался весьма волатильным для рынка нефти: котировки Brent менялись в диапазоне от 43,6 до 45,7 долл./барр., закрывшись ростом. Поддержку оказало заявление представителя Саудовской Аравии о готовности сотрудничать с другими крупными производителями нефти для стабилизации рынка. Напомним, что именно нежелание стран ОПЕК терять свою долю на рынке с появлением больших объемов сланцевой нефти в США, а также ожидания поступления иранской нефти, стали основными факторами стремительного обесценения нефти в конце прошлого-начале этого года. В отношении нефти ключевым также является и состояние промышленного производства в Китае, темпы роста которого пока сокращаются. Опубликованный вчера индекс PMI в США свидетельствует о замедлении обрабатывающих отраслей в ноябре. Вчера Дж. Йеллен в своем письме бывшему кандидату на пост Президента США еще раз повторила, что если экономика продолжит рост, то ФРС будет постепенно повышать ключевую долларovou ставку, что является хорошей помощью тем, кто сберегает, также она высказалась о рисках для экономики от резкого повышения ставок.

Валютный и денежный рынок

Короткие ставки могут еще возрасти на этой неделе

Как мы и предполагали, несмотря на расширение лимитов недельного РЕПО ЦБ, полученные банками за счет этого источника 210 млрд руб. на прошлой неделе полностью потребностей в рублевой ликвидности не компенсировали. Короткие ставки продолжали расти и к началу этой недели поднялись в среднем на 20 б.п. до 11,7%, что значительно выше ключевой ставки (11%). Крупные налоговые платежи на этой неделе (НДС, НДСПИ, акцизы - до 25 ноября, налог на прибыль - до 28 ноября) в целом не создают условий для снижения ставок в ближайшие дни. Нетто-объем изъятий бюджетом с 23 по 28 ноября мы оцениваем около 500 млрд руб., то есть несколько меньше, чем в аналогичные периоды прошлых месяцев. Но и этого оттока в текущих условиях достаточно, чтобы поддерживать ставки на повышенном уровне. Сегодня ЦБ немного снизил лимит недельного РЕПО: до 950 против 990 млрд руб. Это, впрочем, может быть компенсировано за счет итога операций с Казначейством: лимит по депозитным аукционам ведомства (650 млрд руб.) на 50 млрд руб. превышает объем запланированных погашений. Таким образом, действия ведомств на этой неделе практически нейтральны для ликвидности. Учитывая, что оценки ЦБ чистого оттока средств на бюджетные счета с 24 ноября по 1 декабря не оптимистичнее, чем наши (-520 млрд руб.), очевидно, что не расширяя лимиты, регулятор ожидает, что банки будут компенсировать налоговые платежи за счет высоких накопленных остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (2,16 трлн руб. сегодня на утро). Действительно, такой запас средств может позволить пройти налоги без риска несоблюдения усреднения. В целом, давление на ставки должно сохраниться на этой неделе, но в начале декабря следует ожидать позитивной коррекции ставок.

Рынок корпоративных облигаций

Внешний долг ВЭБа может стать суверенным: негативно для суверенной кривой РФ. См. стр. 2

Газпром нефть: на два года уходит в минус по свободному денежному потоку. См. стр. 2

Уралкалий: очередной выкуп. См. стр. 3

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB): меньше долг, выше рейтинг

Вчера рейтинговое агентство Fitch повысило кредитный рейтинг компании на 1 ступень до BB, сохранив стабильный прогноз. Ключевым фактором повышения рейтинга стало улучшение конъюнктуры на рынке танкерных перевозок, что позитивно отразилось на финансовом положении компании. Напомним, что по итогам 3 кв. 2015 г. Чистый долг/LTM EBITDA сократился с 4,3х во 2 кв. до 4,1х за счет роста маржинальности бизнеса. Отметим, что рейтинг от Fitch до изменения был ниже, чем у других рейтинговых агентств. Бонды SCFRU 17 котируются с большим спредом (75 б.п.) к кривой ВымпелКома, чем бумаги PGILLN 20 (25 б.п.), что мы считаем неоправданным, учитывая долговую нагрузку эмитентов/групп, в которые входят эмитенты.

Внешний долг ВЭБа может стать суверенным: негативно для суверенной кривой РФ

По данным СМИ, в Правительстве наряду с докапитализацией ВЭБа через ОФЗ (см. наш комментарий от 16 ноября) обсуждается также вариант реструктуризации внешнего долга института посредством его обмена на специальный выпуск суверенных облигаций (то есть государство готово выкупить весь внешний долг ВЭБа, который составляет 20 млрд долл.). Однако нет уверенности в том, что на текущем рынке (в условиях действующих антироссийских санкций, которые с большой вероятностью будут пролонгированы еще как минимум на год) найдется спрос, адекватный такому предложению (до истории с санкциями РФ размещала раз в год облигации на 7 млрд долл.).

В отличие от идеи оздоровления ВЭБа с использованием ОФЗ новый вариант позволяет избежать давления на международные резервы, а также минимизировать негативный эффект на денежный и валютный рынок, поэтому этот вариант мы считаем наиболее вероятным (возможно, его реализация будет растягиваться во времени, по мере приближения времени погашения внешнего долга ВЭБа). Агентство S&P рассматривает эти обсуждения оздоровления ВЭБа как подтверждение готовности и способности государства оказывать банку поддержку в случае необходимости (что уже учтено в рейтингах). Однако есть и недостатки: предложение новых суверенных облигаций РФ окажет давление на всю кривую, и может стать еще одним катализатором для расширения кредитных спредов, которые сейчас находятся на минимумах с учетом котировок Brent (см. наш комментарий от 23 ноября).

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

Газпром нефть: на два года уходит в минус по свободному денежному потоку

По итогам 2015 г. свободный денежный поток останется в минусе

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем как слабые с точки зрения кредитного профиля компании. Так, рентабельность по EBITDA немного увеличилась до 20,6% в 3 кв. с 19,9% во 2 кв. Однако компании не удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток, который стал отрицательным (-10,5 млрд руб.). Чистый долг Газпром нефти вырос на 17% кв./кв. до 528 млрд руб. в большей степени из-за переоценки общего долга, который вырос на 18% кв./кв. до 673 млрд руб. В результате долговая нагрузка возросла с 1,47х до 1,76х Чистый долг/EBITDA. Но стоит отметить, что у компании по-прежнему сохраняется высокий запас прочности. Так, остаток денежных средств с учетом депозитов составляет более 145 млрд руб., что полностью покрывает краткосрочный долг (133 млрд руб.). При этом на телеконференции менеджмент компании заявил, что намерен рефинансировать всю краткосрочную задолженность.

План по капитальным вложениям на 2015 г. был подтвержден на уровне 380 млрд руб. В 2016 г. капвложения должны быть близки к значениям 2015 г. По ожиданиям менеджмента, Газпром нефть останется с отрицательным свободным денежным потоком в 2016 г. и может выйти в "плюс" в 2017 г. в зависимости от конъюнктуры рынка. Мы также полагаем, что из-за высоких капитальных вложений, необходимых для развития новых добывающих проектов и программы модернизации НПЗ (в сумме около 380 млрд руб. в 2016 г.), компания не сможет самостоятельно обеспечить дивидендные выплаты (более 31 млрд руб.) и погасить задолженность в 2016 г. (краткосрочная задолженность на 3 кв. составила 133,2 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	434 988	423 225	+3%	1 238 248	1 246 155	-1%
EBITDA	89 490	84 168	+6%	247 994	255 440	-3%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	19,9%	+0,7 п.п.	20,0%	20,5%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	20 090	75 539	-73%	133 294	143 079	-7%
Чистая рентабельность	4,6%	17,8%	-13,2 п.п.	10,8%	11,5%	-0,7 п.п.

Операционный поток	75 629	88 561	-15%	219 627	228 176	-4%
Капвложения	-86 154	-77 959	+11%	-234 238	-180 976	+29%
Свободный поток	-10 525	10 602	-	-14 611	47 200	-
в млн руб., если не указано иное	30 сентября 2015			30 июня 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	672 848			569 475		+18%
Краткосрочный долг	133 251			95 695		+39%
Долгосрочный долг	539 597			473 780		+14%
Чистый долг	527 694			450 347		+17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,76x			1,47x		-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сильные производственные показатели

В 3 кв. суточная добыча углеводородов выросла на 4,4% кв./кв. до 1,68 млн барр. н.э. в основном благодаря росту показателей на совместных предприятиях с НОВАТЭКом – СеверЭнергии и Нортгазе. Так, суммарная добыча нефти увеличилась на 4% кв./кв. до 107,4 млн барр., газа – на 8% до 8 млрд куб. м. В сегменте переработки результаты также лучше 2 кв., что связано с ростом эффективности переработки на Московском НПЗ, а также с увеличением выпуска на других НПЗ на фоне роста рентабельности переработки в 3 кв. Так, объем переработки вырос на 5,7% кв./кв. до 11,55 млн т. Компания по-прежнему продолжает программу модернизации заводов, направленную на увеличение доли светлых нефтепродуктов.

Газпром нефть создала резерв по Трансаэро в 6 млрд руб.

Валовая выручка в 3 кв. увеличилась на 3% кв./кв. до 435 млрд руб. в результате роста объема продаж нефтепродуктов, при этом год к году выручка почти не изменилась (+0,8%). Показатель ЕБИТДА вырос на 6% кв./кв. опять же благодаря росту продаж нефтепродуктов. Однако чистая прибыль компании за квартал упала на 73% кв./кв. до 20 млрд руб. в основном из-за курсовых разниц на фоне обесценения рубля и создания резерва по сомнительной задолженности Трансаэро в размере около 6 млрд руб.

Капвложения отстают от плана

Капитальные вложения выросли на 11% кв./кв. до 86 млрд руб. При этом операционный денежный поток сократился на 15% кв./кв. до 75,6 млрд руб. В результате Газпром нефть не смогла сгенерировать положительный свободный денежный поток. В целом за 9 мес. капвложения составили 234 млрд руб., или 62% от плана на 2015 г. (380 млрд руб.). Мы не исключаем, что по итогам 2015 г. капитальные расходы будут несколько меньше планируемого уровня, но в 4 кв. свободный денежный поток, скорее всего, останется отрицательным. Это потребует привлечения долгового финансирования для осуществления инвестиций и дивидендных выплат.

Выпуски SIBNEF 22 и SIBNEF23 котируются со спредом около 200 б.п. к суверенной кривой РФ, что ниже 12-месячного среднего (220 б.п.), но все еще заметно превосходит уровень (140 б.п.), на котором бумаги торговались до украинской темы. Покупка бумаг может быть интересна инвесторам, нечувствительным к санкциям (напомним, Газпром нефть находится под действием финансовых санкций США/ЕС).

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

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

Уралкалий: очередной выкуп

Вчера Уралкалий (BB/Ba2/BB-) опубликовал ключевые результаты за 3 кв. 2015 г., которые мы оцениваем нейтрально. Выручка компании упала на 3% кв./кв. до 819 млн долл. на фоне умеренного снижения объемов продаж с 3,1 млн т во 2 кв. 2015 г. до 2,9 млн т. При этом чистая выручка (выручка за вычетом расходов на фрахт, ж/д транспортировку и перевалку) выросла на 1% кв./кв. до 702 млн долл. за счет сезонного роста продаж на внутреннем рынке, что сократило транспортные расходы компании.

Напомним, что, несмотря на аварию на руднике Соликамск-2 в ноябре прошлого года, компании удалось справиться с притоками рассола в течение года, а в настоящее время притоки

существенно сократились. В результате Уралкалий по-прежнему может добывать руду из рудника, осуществляя при этом гидрозакладку пустот соляным раствором. В качестве побочного продукта при производстве соляного раствора на фабрике производится хлоркалий, который идет на продажу, что помогло Уралкалию поддержать высокий уровень добычи в течение этого года. В результате компания повысила прогноз производства с 10,8 млн т до "свыше 11 млн т".

Общий долг вырос на 10% кв./кв. до 6 655 млн долл. за счет привлечения средств на выкуп акций с рынка. В настоящее время 12,61% квазиказначейских акций находится в РЕПО у ВТБ Капитала, более того Уралкалий может привлечь дополнительные средства под залог акций – может быть заложено еще до 33,54% квазиказначейских бумаг. Долговая нагрузка после завершения двух выкупов акций существенно выросла: с 1,8х в начале года до 2,6х Чистый долг/LTM EBITDA в 3 кв. 2015 г., что уже привело к понижению рейтинговыми агентствами рейтингов компании. Кроме того, вчера Уралкалий объявил об очередном выкупе: начиная с сегодняшнего дня и до 31 марта 2016 г. компания может выкупить с рынка до 6,5% капитала, или ~500 млн долл. по текущим котировкам. Финансовый директор Уралкалия прокомментировал, что даже в случае полного выкупа данного пакета долговая нагрузка не превысит 3,0х Чистый долг/EBITDA. После данного выкупа на рынке останется примерно 7,4% акций, и мы считаем, что Уралкалий выкупит оставшийся пакет также в течение следующего года.

Мы не видим торговых идей в бондах URKARM 18.

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 (495) 221 9842

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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#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	ТКС 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
Мария Помельникова		(+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.