



25 августа 2015 г.

Мировые рынки

Рынки испытали глубокий нокаут

Вчера финансовые рынки продемонстрировали полномасштабный обвал, перераставший временами даже в панику (американские и европейские индексы потеряли 4-5%), причиной которого стал рынок акций Китая, рухнувший более чем на 8%. Серьезные опасения вызывает способность/готовность китайского правительства стабилизировать локальный рынок акций, который, кстати говоря, уже растерял весь свой рост с начала этого года (на максимумах он превышал 45%). Также нейтральная позиция регулятора создает вопрос относительно потенциального замедления экономики, на которую негативное влияние оказывает большой объем плохих кредитов, скопившихся в "теневой" финансовой системе Китая. Как следствие, сильное падение наблюдалось и на сырьевых рынках: так, вчера баррель Brent обесценился с 45,37 долл. до 42,5 долл. (минимум с 2009 г.). Дополнительное давление на нефть оказало заявление министра по нефти Ирана о том, что страна будет наращивать добычу любой ценой (для сохранения своей доли рынка). На этом фоне некоторые эксперты стали говорить о возможном падении нефти до 30 долл./барр. в результате заметного навеса предложения над спросом. В таких условиях произошла переоценка ожиданий относительно монетарной политики ФРС: судя по котировкам фьючерсов, мало кто верит в повышение ставки по итогам сентябрьского заседания FOMC.

Сегодня нефть игнорирует очередное падение китайских акций: есть шанс на отскок

Несмотря на продолжившееся сегодня падение китайских индексов акций (еще более чем на 7,5%), доходности 10-летних UST остались на уровне YTM 2%, а котировки нефти восстановились до 43,5 долл./барр., это позволяет надеяться на то, что "черный понедельник" не перерастет в черную полосу. Сильная распродажа вчера прошла по всему сегменту российских евробондов, при этом суверенные бонды Russia 42, 43 обесценились на 1,8 п.п. Сегодня мы ждем небольшой отскок, учитывая некоторую стабилизацию нефти.

Рынок ОФЗ

Рынок ОФЗ растерял веру в снижение рублевой ставки

Обвал цен произошел и на рынке классических ОФЗ (в выпусках RUONIA+ обошлось относительно умеренным снижением котировок всего на 40-50 б.п.): доходности длинных выпусков (26207, 26215) взлетели выше отметки YTM 12,1%, которая предполагает спред 110 б.п. к ставке РЕПО и соответствует снижению ставки в среднесрочной перспективе лишь на 50 б.п. (то есть ожидается, что в этом году ЦБ возьмет паузу). Не в пользу снижения доходностей госбумаг выступает заявление А. Улюкаева о том, что инфляция по итогам года окажется выше 11% (на этом уровне сейчас находится ключевая ставка). Сегодня вслед за отскоком рубля (более чем на 2 руб. со вчерашнего максимума) наблюдается и восстановление ОФЗ (бумаги 26207, 26215 ушли на YTM 11,85%-11,9%), являющееся, по нашему мнению, следствием в основном закрытия коротких позиций. Мы считаем, что доходности длинных ОФЗ в среднесрочной перспективе будут оставаться ближе к YTM 12%.

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: в режиме ТБД. См. стр. 2

ПМХ/Группа Кокс: на первый план выходит вопрос о рефинансировании. См. стр. 4

ТМК: в режиме ТБД

В целом нейтральные финансовые результаты за 2 кв.

ТМК (В+/В1/-) опубликовала в целом нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО, которые были поддержаны ростом объемов продаж труб большого диаметра (ТБД) в РФ, несмотря на заметное падение показателей американского дивизиона (в результате сокращения спроса и цен в основном на трубы OCTG из-за падения цен на нефть).

Долговая нагрузка компании осталась на том же уровне, что и кварталом ранее - 3,7х Чистый долг/ЕБИТДА. При этом риски рефинансирования мы оцениваем как приемлемые: краткосрочный долг в объеме 562 млн долл. (включая финансовый лизинг) не покрывается накопленными денежными средствами (144 млн долл.), однако, по данным ТМК, компании доступны невыбранные кредитные линии в объеме 600 млн долл. Также компания рассматривает размещение рублевых облигаций в качестве одного из источников рефинансирования имеющейся задолженности.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	1 162	1 134	+2%	2 296	2 982	-23%
ЕБИТДА	172	185	-7%	356	375	-5%
Рентабельность по ЕБИТДА	14,8%	16,3%	-1,5 п.п.	15,5%	12,6%	+2,9 п.п.
Чистая прибыль/убыток	47	30	+57%	77	45	+71%
Операционный поток	307	96	+3,2x	403	244	+65%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-59	-36	+64%	-95	-148	-36%
Капвложения	59	39	+51%	98	153	-36%
Финансовый поток	-172	-210	-18%	-382	-73	+5,2x

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 048	3 087	-1%
Краткосрочный долг	562	483	+16%
Долгосрочный долг	2 486	2 604	-4%
Чистый долг	2 905	3 000	-3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	3,7x	3,7x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж упали в США

Физические объемы реализации во 2 кв. снизились на 3% кв./кв. до 978 тыс. т. из-за существенного падения продаж американского дивизиона (более, чем вдвое до 83 тыс. т) в основном труб OCTG в результате сокращения буровых работ и затрат на разведку и добычу нефти и газа. При этом благодаря наращиванию продаж ТБД (активное строительство и ремонт нефте- и газопроводов) объемы отгрузки в российском дивизионе, напротив, выросли на 10% кв./кв. до 845 тыс. т.

Выручка под давлением американского дивизиона...

Выручка во 2 кв. повысилась на 2% кв./кв. до 1,16 млрд долл. В российском дивизионе она выросла на 28% кв./кв. до 958 млн долл. в основном за счет роста отгрузок ТБД, также поддержку этому показателю в долларовом выражении оказало укрепление рубля (+16% кв./кв.). В США динамика выручки соответствовала темпам падения объемов продаж (-2,2x до 150 млн долл.).

...который стал убыточным на уровне ЕБИТДА

Улучшение структуры продаж, в частности, в результате большей доли в сегменте сварных труб высокомаржинальных ТБД поддержало прибыльность компании, в российском дивизионе она составила 18,7% против 19,4% кварталом ранее. Американский дивизион во 2 кв. стал убыточным на уровне ЕБИТДА: -16 млн долл. против 28 млн долл. в 1 кв.

Существенный рост операционного потока

Операционный денежный поток вырос существенно - более чем втрое до 307 млн долл., так как из оборотного капитала было высвобождено 150 млн долл. против инвестиций в него 59 млн долл. в 1 кв., что связано с продажей американским дивизионом труб из запасов (не поставляли из РФ) и существенным улучшением условий и сроков оплаты по контрактам с Газпромом и Транснефтью. Во 2П 2015 г. компания ожидает, что оборотный капитал еще

25 августа 2015 г.

может незначительно сократиться. Капвложения во 2 кв. составили всего 59 млн долл. С начала года было инвестировано 98 млн долл., что составляет 50% годовой программы.

Менеджмент ТМК по-прежнему отмечает, что основным драйвером роста в ближайшее время станут продажи ТБД (трубопроводы "Южный поток", "Сила Сибири"), а также реализация бесшовных OCTG труб на месторождения Чаянда и Ковыкта. При этом на американском рынке компания не ожидает улучшений, по крайней мере, до конца года и прогнозирует дальнейшее снижение цен на трубы OCTG и в 3 кв.

Отметим, на 3 кв. сезонно запланированы ремонты, что снизит операционные показатели российского дивизиона. При этом среди возможностей повышения рентабельности при текущей девальвации рубля ТМК рассматривает наращивание продаж на экспорт, в частности, на Ближний Восток, в страны СНГ. Компания подтвердила свои прогнозы по сохранению общих объемов отгрузки и рентабельности в 2015 г. на уровне 2014 г.

Наша рекомендация от 25 мая 2015 г. реализовалась: спред TRUBRU 20 - EVRAZ 20 сузился со 140 б.п. до 86 б.п. В настоящий момент мы не видим спекулятивного потенциала для ценового роста бумаг эмитента.

**Компания
подтвердила прогнозы
по сохранению
объемов продаж и
маржи на уровне
2014 г.**

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

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

ПМХ/Группа Кокс: на первый план выходит вопрос о рефинансировании

Существенную поддержку результатам оказала девальвация рубля

Компания опубликовала результаты за 1П 2015 г. по МСФО, существенную поддержку которым, как и всем экспортерам (доля экспортных продаж ПМХ ~70%), оказала девальвация рубля (38% п./п.). Относительно предыдущего 2П 2014 г. выручка выросла на 14% до 29,4 млрд руб., EBITDA - на 17% до 8,1 млрд руб., рентабельность по EBITDA - на 0,8 п.п. до 27,7%. Чистый операционный денежный поток сезонно сократился на 37% п./п. до 6 млрд руб. в связи с инвестициями в оборотный капитал 1,3 млрд руб. против высвобождения средств в объеме 2,9 млрд руб. во 2П 2014 г. Долговая нагрузка снизилась с 3,4х на конец 2014 г. до приемлемых 2,9х Чистый долг/EBITDA.

Основным негативным моментом остается вопрос о рефинансировании краткосрочного долга

Однако основным негативным моментом по-прежнему остается вопрос о рефинансировании краткосрочного долга - 35,2 млрд руб. на 30 июня 2015 г. (евробонд KOKSRU 16 лишь ~50% этой суммы). Невыбранные кредитные линии, по данным компании, составляют всего 9,7 млрд руб.

Напомним, после отчетной даты (2 июля) компания произвела обмен части выпуска KOKSRU 16 (на 136 млн долл., или 40% всего объема) на новые 3,5-летние бумаги с более высокой процентной ставкой купона - 10,75% (против 7,75% у KOKSRU 16), в результате чего краткосрочный долг снизился, но несущественно до 27,7 млрд руб., по нашим оценкам. В ходе телеконференции по итогам 1П 2015 г. менеджментом было озвучено, что компания планирует в ближайшей перспективе новое предложение обмена оставшейся части KOKSRU 16 в связи с возникновением технических сложностей у инвесторов при первом обмене 2 июля (по-видимому, одними из основных держателей являются банки, у которых выпуск находится в инвестиционном портфеле до погашения), после чего компания может вновь выйти на рынок евробондов с целью привлечения средств для рефинансирования своей задолженности. Дополнительным риском, на наш взгляд, также является необходимость осуществления инвестиций в сталелитейный проект Тулачермет-Сталь, который не исключает привлечения финансирования от текущего бизнеса (и как следствие, увеличение долговой нагрузки Группы).

По нашим оценкам, эмитент способен погасить евробонды KOKSRU 16 (YTM 12%) только за счет использования новых заемных средств, что в текущих условиях означает повышенный кредитный риск (который не компенсируется доходностью).

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

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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.