



25 ноября 2015 г.

Мировые рынки

Геополитические риски вновь выходят на первый план

Реакция финансовых рынков на события вблизи турецко-сирийской границы, где турецкий истребитель сбил российский бомбардировщик, выполнявший антитеррористическую операцию, была аналогичной совершенному недавно теракту в Париже, однако волна бегства в качество была заметно слабее (американские и европейские индексы акций завершили день разнонаправленно, доходность 10-летних UST снизилась на 1 б.п. до YTM 2,23%). Эскалация напряженности на Ближнем Востоке поддержала котировки нефти Brent, которые превысили отметку 46 долл./барр., что позволило несколько сгладить негативную реакцию российских евробондов (выпуски Russia 42, 43 подешевели на 60-70 б.п.). Продажи прошли в бумагах Газпрома (строительство газопровода "Турецкий поток" теперь под еще большим вопросом).

Экономика

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Об этом заявил вчера министр финансов А. Силуанов. По его мнению, если это условие не будет выполнено, "резервы быстро закончатся, это год-два... Это будет стимулировать инфляцию. (...) Или через 2-3 года скажем, что мы не можем потянуть такие расходы, и нужно повышать налоги". Эти слова полностью подтверждают наши оценки и дают ответ на вопрос о том, что в ближайшие годы в качестве решения удерживания дефицита в рамках Минфин будет выбирать оптимизацию расходов, а не повышение налогов. Напомним, что в обзоре "Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?" мы высказывали опасения, что в случае ухудшения ситуации с госдоходами, Резервный фонд может быть исчерпан уже к концу 2016 г. В поддержку нашего предположения о том, что более вероятен секвестр, теперь Минфин говорит о том, что текущий уровень дефицита (3% ВВП) велик и может существовать 1-2 года, после этого ведомство будет сокращать расходы, также добиваясь повышения их качества и эффективности. Кроме того, Министерство не намерено увеличивать налоги как минимум до 2018 г. Параллельно будет производиться разработка нового оптимального для экономики бюджетного правила, исходя из цены на нефть 50 долл./барр.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: "черный лебедь" усилил коррекцию

События, связанные с крушением российского военного самолета, усилили давление продавцов на рынке классических ОФЗ; так, длинный выпуск 26207 обесценился на 1,2 п.п., что транслировалось в рост доходности на 20 б.п. до YTM 9,77%. Стоит отметить, что реакция рубля была весьма сдержанной (курс завершил день ниже 66 руб./долл.) вследствие заметного повышения цен на нефть. Тем не менее, из-за ухудшения конъюнктуры организаторы приняли решение перенести размещение 5-летних облигаций Полюс Золота на более поздний срок. Не удивительно, что на таком фоне Минфин решил ограничиться предложением среднесрочных 26214 в небольшом объеме - 5 млрд руб., вчера их доходность выросла на 24 б.п. до YTM 10,15-10,17%. Мы считаем, что вся кривая классических ОФЗ лежит ниже своих справедливых уровней с учетом ожидаемой нами динамики ключевой рублевой ставки. Мы не видим спекулятивного интереса для участия в аукционе. Интересным выглядит предложение 2-летних 24018 с плавающей ставкой (6M RUONIA + 74 б.п.) в объеме 10 млрд руб. Эти бумаги вчера немного скорректировались вниз по цене (на 30 б.п. до 101,6% от номинала), что соответствует нулевой премии к 6M RUONIA. Рекомендуем участвовать в аукционе по ОФЗ 24018 с дисконтом к ценам вторичного рынка (~20 б.п.).

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: под дополнительным давлением сезонности. См. стр. 2

Башнефть: планирует рост долга для финансирования инвестиций. См. стр. 3

ТМК: ПОД ДОПОЛНИТЕЛЬНЫМ ДАВЛЕНИЕМ СЕЗОННОСТИ

В целом слабые финансовые результаты за 3 кв.

ТМК (В+/В1/-) опубликовала в целом слабые финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО, которые обусловлены ухудшением структуры продаж (сокращение отгрузок труб большого диаметра (ТБД) в связи с приостановкой проекта "Южный коридор", сезонное снижение продаж бесшовных труб OCTG), снижением объемов реализации (в том числе в связи с плановыми ремонтами на российских заводах), а также девальвацией рубля. Так, выручка упала на 21% кв./кв., EBITDA - на 27% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 1,2 п.п. до 13,6%.

Долговая нагрузка на высоком уровне 3,8x

Несмотря на то, что Чистый долг компании снизился на 8% кв./кв. в результате его переоценки из-за девальвации рубля, долговая нагрузка осталась практически на том же, высоком уровне, что и кварталом ранее - 3,8x Чистый долг/EBITDA за счет падения операционной прибыли. Краткосрочный долг в объеме 434 млн долл. (включая финансовый лизинг) не покрывается накопленными денежными средствами (165 млн долл.), однако, по данным отчетности, компании доступны невыбранные кредитные линии в объеме 577,07 млн долл. После отчетной даты ТМК выкупила часть выпуска TRUBRU 18 на 91,18 млн долл. из 500 млн долл., а также утвердила выплату дивидендов за 1П 2015 г. в объеме 37,06 млн долл.; эти расходы, на наш взгляд, могут быть профинансированы из свободного денежного потока компании.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	917	1 162	-21%	3 213	4 509	-29%
EBITDA	125	172	-27%	481	577	-17%
Рентабельность по EBITDA	13,6%	14,8%	-1,2 п.п.	15,0%	12,8%	+2,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-74	47	-	3	37	-12,3x
Операционный поток	199	307	-35%	601	324	+85%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-63	-59	+2%	-158	-217	-27%
Капвложения	64	59	+2%	162	225	-28%
Финансовый поток	-105	-172	-39%	-487	-163	+3,0x

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 829	3 048	-7%
Краткосрочный долг	434	562	-23%
Долгосрочный долг	2 395	2 486	-4%
Чистый долг	2 664	2 905	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,8x	3,7x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж снизились

Физические объемы реализации в 3 кв. снизились на 2% кв./кв. до 963 тыс. т. из-за сокращения продаж ТБД и бесшовных труб (сезонное снижение продаж бесшовных OCTG, линейных труб, плановые ремонты на российских активах), что было частично компенсировано ростом реализации сварных труб OCTG в американском дивизионе. Так, в РФ объемы продаж снизились на 2% кв./кв. до 826 тыс. т, в США, напротив - выросли на 19% кв./кв. до 98 тыс. т

Давление на рентабельность оказало ухудшение структуры продаж

Выручка в 3 кв. упала на 21% кв./кв. до 917 млн долл. В российском дивизионе она "просела" на 25% кв./кв. до 722 млн долл. в основном за счет ослабления российской валюты (-19% кв./кв.), а также ухудшения структуры продаж. В США, несмотря на рост объемов отгрузки на 19% кв./кв., выручка повысилась лишь на 2% кв./кв. до 152 млн долл. из-за снижения цен на трубы и ухудшения структуры реализации. В результате рентабельность российского дивизиона в 3 кв. упала до 16% с 21,2% во 2 кв., а американский дивизион остался убыточным на уровне EBITDA: -10 млн долл. против -16 млн долл. во 2 кв.

Операционный денежный поток снизился на 35% кв./кв. до 199 млн долл. преимущественно из-за сокращения средств, высвобожденных из оборотного капитала (82 млн долл. против 150 млн долл. кварталом ранее). Капвложения в 3 кв. составили всего 64 млн долл. С начала года было инвестировано 162 млн долл., что составляет ~90% годовой программы (которая была

Компания понизила прогноз по объемам продаж в 2015 г. и ожидает уровень маржи выше чем 2014 г.

снижена с 200 до 180 млн долл.). В 2016 г. ТМК планирует инвестиции на уровне 200 млн долл., из них maintenance capex - всего менее 100 млн долл., остальное - в случае необходимости может быть сокращено.

Компания ожидает, что в 4 кв. результаты улучшатся в связи с сезонным спросом на трубы OCTG в РФ, в то время как восстановления рынка трубной продукции в США стоит ожидать не ранее 2П 2016 г. В целом по итогам 2015 г. менеджмент ТМК ожидает снижения объема продаж, выручки и EBITDA по сравнению с уровнем 2014 г. Что касается выручки и EBITDA, то заявления менеджмента, на наш взгляд, вполне логичны в связи с существенной девальвацией рубля г./г. Что касается объемов продаж, то в итоге компания понизила свой прогноз (ранее планировалось сохранение на уровне 2014 г.), что, по нашему мнению, связано с приостановкой ТБД проектов, за счет которых ТМК планировала достичь объема отгрузок 2014 г. Рентабельность по EBITDA, скорее всего, превысит уровень 2014 г. (за 9М 2015 г. она уже 15% против 13,4% по итогам 2014 г.), т.к. для сохранения маржи на том же уровне этот показатель в 4 кв. должен составить всего 8,9% (до такого уровня этот показатель опускался лишь в кризисном 2009 г.).

Наша рекомендация от 30 октября 2015 г. реализовалась: спред TRUBRU 20 - EVRAZ 20 сузился с 55 б.п. до 20 б.п., при этом выпуск TRUBRU 18 после завершения частичного выкупа, напротив, стал котироваться с большей премией к кривой Евраза. В настоящий момент мы не видим торговых идей в бумагах, лучшей им альтернативой являются бонды AFKSRU 19.

Ирина Ализаровская

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

Денис Порывай

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

Башнефть: планирует рост долга для финансирования инвестиций

Долговая нагрузка упала ниже 1,0x

Вчера Башнефть (-/Ba1/BB+) опубликовала в целом сильные финансовые результаты по итогам 3 кв. 2015 г. по МСФО. EBITDA выросла на 4% кв./кв. на фоне падения цен на нефть и одновременном росте экспортных пошлин в рублевом эквиваленте. Свободный денежный поток составил внушительные 20 млрд руб. Высокий денежный поток позволил компании сократить долговую нагрузку с 1,14x до 0,91x Чистый долг/EBITDA за счет падения Чистого долга на 15% кв./кв. Стоит отметить, что в текущей ситуации (ослабление рубля) Башнефть находится в выигрышном положении по сравнению с конкурентами, так как 95% долга компании номинировано в рублях. Средневзвешенная процентная ставка уменьшилась с 11,1% во 2 кв. до 10,6% в 3 кв. Снижение ставки достигнуто за счет досрочного погашения задолженности на 15 млрд руб. со средней ставкой в 12,25%.

Напомним, на 2015 г. Башнефть запланировала повышение капвложений на 16% г./г. до 56 млрд руб. На телеконференции менеджмент компании заявил, что в 2016 г. стоит ожидать существенного роста капитальных инвестиций, для финансирования которых будут привлекаться займы; в результате следует ожидать увеличения общего долга, и, вероятно, долговой нагрузки в целом. Хотя, по нашему мнению, компания имеет высокий запас прочности за счет низкой долговой нагрузки и способна финансировать капитальные вложения из собственного операционного денежного потока (70 млрд руб. за 9 мес. 2015 г.).

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	167 629	152 745	+10%	463 304	472 705	-2%
ЕБИТДА	37 467	35 854	+4%	100 058	85 293	+17%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,4%	23,5%	-1,1 п.п.	21,6%	18,0%	+3,6 п.п.
Чистая прибыль	22 626	18 421	+23%	52 726	45 605	+16%
Чистая рентабельность	13,5%	12,1%	+1,4 п.п.	11,4%	9,6%	+1,7 п.п.
Операционный поток	35 328	37 617	-6%	70 248	77 697	-10%
Капвложения	-15 299	-15 402	-1%	-42 862	-31 643	+35%
Свободный поток	20 029	22 215	-10%	27 386	46 054	-41%

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	151 086	171 654	-12%
Краткосрочный долг	27 015	18 073	+49%
Долгосрочный долг	124 071	153 581	-19%
Чистый долг	106 745	125 870	-15%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,91x	1,14x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

Резкий рост производственных показателей...

В 3 кв. 2015 г. Башнефть существенно увеличила суточную добычу нефти (+6,3% кв./кв.) главным образом за счет роста на месторождениях Бурнефтегаза (+40% кв./кв.). Добыча на месторождениях им. Требса и Титова повысилась на 13% кв./кв. до 349 тыс. т. Стоит отметить, что компания увеличила добычу на зрелых месторождений на 2,8% кв./кв. до 4,24 млн т. Объем переработки восстановился после провала в первом полугодии и вырос на 14% кв./кв. до 5,1 млн т. Но, вероятно, стоит ожидать его снижения в 4 кв. Напомним, в 2015 г. компания намерена сократить выпуск нефтепродуктов на 7-10% до 18-18,5 млн т. Учитывая сильные производственные показатели за 9М 2015 г., мы ожидаем, что Башнефть перевыполнит план по добыче нефти на 2015 г., который составляет 19 млн тонн (+7% г./г.). Драйверами роста должны по-прежнему оставаться месторождения им. Требса и Титова и Бурнефтегаза. Пиковый уровень добычи на месторождениях им. Требса и Титова ожидается к 2020 г. на уровне 4,8 млн т. По нашим оценкам, добыча Бурнефтегаза может увеличиться в несколько раз и превысить 2 млн т к 2020 г.

... позволил существенно нарастить продажи

Рост добычи и переработки позволил существенно нарастить продажи сырой нефти (+12% кв./кв.) и нефтепродуктов (+12% кв./кв.), что транслировалось в повышение общей выручки на 10% кв./кв. Мы считаем, что Башнефть продемонстрировала лучшие показатели по темпам увеличения объемов продаж в секторе за этот квартал. Компания обладает высоким уровнем гибкости, что позволяет частично нивелировать негативный эффект от снижения цен или максимизировать прибыль в период их роста.

Операционные расходы выросли вслед за ростом производства

Несмотря на существенное падение рентабельности экспорта из-за роста пошлин (в рублевом эквиваленте), рентабельность по ЕБИТДА сократилась незначительно с 23,5% во 2 кв. до 22,4% в 3 кв. Сам показатель ЕБИТДА увеличился на 4% кв./кв. до 37,5 млрд руб. Операционные расходы на добычу и переработку выросли на 27,5% кв./кв., что объясняется сильными показателями в производстве. Административно-коммерческие расходы повысились всего на 9% кв./кв., что, относительно резкого роста объемов реализации, не так значительно.

Капвложения могут превысить первоначальный план

В 3 кв. капитальные вложения остались на уровне предыдущего квартала, свободный денежный поток сократился лишь на 10% кв./кв. до 20 млрд руб. Общий объем инвестиций за 9М 2015 г. составил 43 млрд руб. (+35% кв./кв.). Мы полагаем, что по итогам 2015 г. план по капвложениям может быть немного превышен. Напомним, в 2015 г. Башнефть планирует инвестировать 56 млрд руб.: 20 млрд руб. будут направлены на зрелые месторождения, 19 млрд руб. - на месторождения им. Требса и Титова, 6 млрд руб. - на проекты Бурнефтегаза и

25 ноября 2015 г.

11 млрд руб. - в сегмент переработки. Ранее, до падения цен на нефть и девальвации рубля Башнефть планировала капитальные инвестиции на уровне 8,1 млрд долл. в период 2014-2018 гг.

Рублевые облигации Башнефти имеют низкую ликвидность и котируются с премией менее 100 б.п. к ключевой рублевой ставке, что мы считаем дорогим. В целом рублевые корпоративные облигации уже реализовали вслед за ОФЗ потенциал ценового роста в ожидании снижения ставки, которого может не произойти и на следующем заседании (учитывая внешний фон).

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

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.