



21 мая 2019 г.

Сегодня в фокусе

Мировые рынки

Пока «свет в конце туннеля» не виден, но инвесторы сохраняют оптимизм...

... а глава ФРС не видит проблем от огромного долга

Рынок корпоративных облигаций

ТМК: в ожидании улучшений за счет продажи американского бизнеса

Мировые рынки

Пока «свет в конце туннеля» не виден, но инвесторы сохраняют оптимизм...

События на глобальных рынках продолжают развиваться по негативному сценарию, хотя, судя по довольно скромному снижению индексов акций (S&P просел вчера всего на 0,68%, в большей мере отреагировав на историю с Huawei), инвесторы сохраняют надежду на то, что худшего исхода (длительное противостояние между США и Китаем, которое будет приводить к падению торгового оборота и существенному торможению глобальной экономики) удастся избежать. Заявления от обеих сторон разразившегося конфликта пока не предполагают готовности к компромиссному решению. Китай намерен отвечать на протекционистские меры США (в частности, на запрет американским компаниям вести деловые отношения с Huawei), отмечая, что американцы недооценивают силу Китая. В свою очередь, Д. Трамп в свойственной ему манере объявил о том, что текущее состояние отношений с Китаем - это как раз то, что надо (ссылаясь на те пошлины, которые США получают от Китая). Напомним, что в начале этого года торговое перемирие после очередного обострения произошло лишь после обвала на американских рынках акций, не исключено, что именно обвал и стал причиной начала переговоров (Д. Трамп очень «трепетно» реагирует на динамику рынка акций).

Экономика Китая зависит от экспорта в США также, как и США от импорта из Китая, поэтому от торговой войны пострадают все (отсутствие дешевого, в том числе высокотехнологичного, импорта из Китая может привести к падению роста ВВП США). Перенаправление логистических цепочек (экспорт в США товаров, сделанных в Китае, через третьи страны с минимальной обработкой), а также девальвация национальной валюты Китая позволят лишь частично компенсировать негативный эффект повышенных пошлин. За повышенные пошлины в конечном итоге придется заплатить американскому потребителю (через удорожание товаров, объем потребления при этом должен снизиться), маржа у многих американских корпораций сократится, что в условиях высокой долговой нагрузки может негативно отразиться на способности некоторых компаний исполнять свои долговые обязательства (те же последствия испытает и Китай). Это чревато новым экономическим и

финансовым кризисом, а те деньги, которые США соберут в виде повышенных пошлин, уйдут обратно в частный сектор (в кратно большем объеме) через очередные раунды QE.

... а глава ФРС не видит проблем от огромного долга

Дж. Пауэлл вчера высказался относительно рисков для американской экономики: есть большой долг (и он сейчас в отношении к ВВП выше, чем был в преддверии ипотечного кризиса), который сконцентрирован в корпоративном сегменте, и некоторые компании могут испытать финансовый стресс. Однако, по его мнению, эта большая долговая нагрузка не представляет угрозы в целом для финансовой стабильности, поскольку банки имеют существенный запас капитала для абсорбирования убытков (в сравнении с тем, который был перед ипотечным кризисом). Это не означает, что в случае реализации рисков (катализатором может стать торговая война) американская экономика не испытает существенный спад, просто глава ФРС считает его последствия будут не столь разрушительными. По нашему мнению, готовность ФРС к началу смягчения монетарной политики (снижение ставки + QE) сейчас удерживает финансовые рынки от сильного падения.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Рынок корпоративных облигаций

Результаты остались на уровне предыдущего слабого 4 кв.

ТМК: в ожидании улучшений за счет продажи американского бизнеса

ТМК (B+/B1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2019 г. по МСФО, которые остались на уровне предыдущего слабого 4 кв. Увеличение спроса на трубы большого диаметра (ТБД) в РФ (объемы отгрузки сварных труб выросли на 11% кв./кв.) компенсировало снижение продаж линейных труб и нефтепромысловых OCTG (прежде всего, в США), в результате чего выручка осталась на уровне предыдущего квартала - 1,26 млрд долл., EBITDA снизилась на 2% кв./кв. до 175 млн долл., рентабельность по EBITDA – на 0,2 п.п. до 13,9%.

В РФ рост спроса на ТБД компенсировал падение продаж OCTG в США

В ключевом российском дивизионе объемы отгрузки выросли на 2% кв./кв., причем сварных труб (за счет ТБД) – на 14% кв./кв. Небольшое улучшение структуры продаж, повышение цен на трубы и снижение стоимости сырья (г/к лист) обеспечили рост выручки на 8%, EBITDA - на 12% и маржи - на 0,5 п.п. до 15,5%. В американском дивизионе, напротив, объемы продаж просели на 18% кв./кв., в т.ч. маржинальных OCTG – на 25% кв./кв. из-за снижения спроса в связи с падением цен на нефть в 4 кв. 2018 г. и сокращения буровых установок, что привело к падению выручки на 17% кв./кв., EBITDA – на 32% кв./кв., рентабельности – на 2 п.п. до 10%.

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка	1 257	1 264	-1%	1 257	1 274	-1%
ЕБИТДА	175	178	-2%	175	160	+9%
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	14,1%	-0,2 п.п.	13,9%	12,6%	+1,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	47	-20	-	47	8	+5,9x
Операционный поток	78	280	-72%	78	100	-22%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-72	-38	+88%	-72	-54	+33%
Капвложения	-50	-87	-42%	-50	-65	-23%
Финансовый поток	-137	-72	+91%	-137	-178	-23%
В млн долл., если не указано иное	31 марта 2019			31 дек. 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 894			2 970		-3%
Краткосрочный долг	813			916		-11%
Долгосрочный долг	2 081			2 054		+1%
Чистый долг	2 626			2 578		+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	3,67x			3,68x		-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Операционный денежный поток в 1 кв. упал почти вчетверо кв./кв. до 78 млн долл. в связи с инвестированием 56 млн долл. в оборотный капитал против высвобождения 105 млн долл. кварталом ранее. Капвложения составили 50 млн долл. при годовом плане около 200 млн долл. Долговая нагрузка (с учетом финансового лизинга) осталась на уровне 3,67x Чистый долг/ЕБИТДА.

Продажа американского бизнеса улучшит основные показатели ТМК

Напомним, что в конце марта этого года ТМК заключила соглашение о продаже своего американского бизнеса ТМК IPSCO (подробнее см. наш обзор от 25 марта), что, по нашим оценкам, существенно улучшит показатели компании. Так, можно ожидать, что общая рентабельность будет на уровне российского дивизиона, а она выше на 1-1,5 п.п., также может существенно снизиться долговая нагрузка (до 2,5x), если ТМК направит большую часть средств (1209 млн долл.) на погашение долга (менеджмент в очередной раз подтвердил это намерение). Представитель ТМК затруднился назвать сроки закрытия сделки, поскольку они зависят от получения необходимого одобрения антимонопольного органа США, при этом он считает, что это не займет «много месяцев», а значительно более короткий срок.

SPO европейского дивизиона отложено

Также на Дне инвестора 19 марта (до заключения сделки с Tenaris) компания заявляла о подготовке к SPO 59,4% своего небольшого европейского дивизиона (основные активы - 2 завода в Румынии, выручка в 1 кв. составила 70 млн долл., ЕБИТДА - 8 млн долл.), однако недавно было принято решение отложить SPO из-за рыночных условий. Мы не исключаем возможную продажу европейского бизнеса по аналогии с американским.

Единственный выпуск TRUBRU 20 (@ 3 апр. 2020 г.) торгуется с YTM 4,12%, и для компании, на наш взгляд, логично было бы погасить евробонд из средств от продажи IPSCO, чтобы сократить долларовый долг (около половины - евробонд), т.к. выручка ТМК после продажи IPSCO будет

21 мая 2019 г.

формироваться в основном в рублях. Однако менеджмент во время телеконференции говорил о текущем «окне» для выхода на рынок евробондов, что не исключает возможность рефинансирования TRUBRU 20 новым выпуском.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Импорт продолжит «плестись» за слабым внутренним спросом...	14.05.2019
...цены на сырье не смогут поддерживать экспорт в этом году	14.05.2019
«Майские» не сильно повредят росту экономики	06.05.2019
Доходы населения: пересмотр не помог «реанимировать» данные	19.04.2019
Промышленность в марте: обработка вновь «подкачала»	16.04.2019

Инфляция

Инфляция пошла на спад в апреле	08.05.2019
---------------------------------	------------

Монетарная политика ЦБ

Рост инфляционных ожиданий не помеха для смягчения политики	30.04.2019
ЦБ выпускает «голубя»	29.04.2019
Препятствий для смягчения риторики нет, но говорить о снижении ставки пока рано	25.04.2019

Бюджетная политика

Бюджетный фактор вряд ли «подтолкнет» экономику	26.04.2019
Федеральный бюджет: нефтегазовые доходы немного отстали от плана в марте	15.04.2019

Рынок облигаций

Гигантские размещения ОФЗ оставляют рынок МБК без рублей	22.04.2019
Урезание БКЛ сформирует локальный спрос на ОФЗ	18.04.2019
Амбициозный план на 2 кв.: хватит ли денег у нерезидентов?	03.04.2019

Валютный рынок

«Отрицательный акциз» - сдерживающий фактор для интервенций	13.05.2019
Покупки валюты в мае заметно возрастут: негативно для рубля	26.04.2019
Платежный баланс: запас валютной ликвидности позволит смягчить падение сальдо счета текущих операций	10.04.2019

Денежный рынок

Сезонно высокие налоги вряд ли вызовут сильный стресс на рынке МБК	16.04.2019
ЦБ РФ не готов наращивать объем КОБР в обращении, позитивно для ОФЗ	16.04.2019

Банковский сектор

Банки сформировали запас валютной ликвидности в ожидании ее оттока и ослабления рубля	23.04.2019
Обзор рисков финансовых рынков ЦБ: carry-trade в свопе и БКЛ	12.04.2019
Накопленная валютная ликвидность в феврале создает небольшой запас прочности	05.04.2019



#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

Газпром
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
ПМХ/Кокс
Металлоинвест
НЛМК

Норильский Никель
Русал
Северсталь
ТМК
Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим
СИБУР

Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот
Global Ports

Прочие

АФК Система



#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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716
Павел Еремеев		(+7 495) 721 9900 доб. 5793



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.