



11 августа 2017 г.

Мировые рынки

Слова "огонь и ярость" вызвали коррекцию

Новые высказывания Д. Трампа о том, что его недавние слова "огонь и ярость" в адрес КНДР, по-видимому, прозвучали не достаточно жестко (президент пообещал жесткий ответ на любой удар по США или их союзникам), вызвали волну распродаж на глобальных рынках акций, в частности, индекс S&P просел на 1,45%, что сопровождалось притоком средств в UST (доходность 10-летних бондов опустилась на 4 б.п. до 2,2%). Отметим, что, по мнению экспертов (в частности, профессора сеульского Университета северокорейских исследований), вероятность войны на корейском полуострове является незначительной, а напряженность спадет в сентябре-октябре (в августе происходит традиционная эскалация из-за совместных учений США и Южной Кореи, которые КНДР воспринимает как акт агрессии). Существенное сокращение коммерческих запасов нефти в США (на 6,5 млн барр.) на прошлой неделе способствовало лишь краткосрочному всплеску цен на нефть, которые вчера вновь опустились ниже 52 долл./барр. Сегодня интерес представляют данные по потребительской инфляции в США.

Валютный и денежный рынок

Платежный баланс: в июле снова минус

Согласно опубликованной оценке ЦБ, сальдо текущего счета за 7М 2017 г. составило 21,7 млрд долл., исходя из которой следует (если ЦБ не пересматривал значения за предыдущие месяцы), что в июле оно осталось отрицательным (-1,3 млрд долл.), увеличившись в сравнении с июнем (-4 млрд долл.). Такая динамика обусловлена главным образом прохождением июньского пика дивидендных платежей (в размере 7-8 млрд долл.), а также некоторым восстановлением цен на нефть и ослаблением рубля (что является фактором, сдерживающим импорт). Кстати говоря, исходя из данных ФТС по дальнему зарубежью, весь импорт в июле мог составить 20,16 млрд долл., что находится на уровне июня и свидетельствует о заметном его повышении в сравнении с аналогичным периодом прошлого года как в абсолютном выражении, так и в отношении к ВВП (до 15% против 14%). Исходя из нашей модели платежного баланса, в июле и августе сальдо счета будет вблизи нуля, и за весь 3 кв. оно составит -1,4 млрд долл. при текущем валютном курсе 60 руб./долл. и нефти 50 долл./барр. По данным ЦБ РФ, в июле был чистый ввоз частного капитала на 1,6 млрд долл. Однако в отличие от 2 кв., когда ввоз составил 2,8 млрд долл., в июле произошло ослабление рубля, что может свидетельствовать о вынужденном характере поступления капитала (возможно банки изымали свои средства с депозитов в иностранных банках для покрытия оттока клиентских средств), при этом притока валюты в форме прямых инвестиций, скорее всего, не было. По нашей предварительной оценке, в июле валютные ликвидные активы банков могли сократиться на 3,2 млрд долл. Учитывая предстоящий пик погашения внешнего долга в сентябре, мы ожидаем повышения стоимости валютной ликвидности к концу 3 кв. (расширение базиса (MosPrime - FX Swap до >75 б.п.)). Стоит отметить, что по факту некоторый дефицит валютной ликвидности уже присутствует на рынке: некоторые банки берут в ЦБ РФ рубли по 10% годовых для последующего привлечения долларов по свопу (рублевая ставка о/п свопа снизилась на 40-50 б.п. с начала июля) по 1,5-2% годовых. При текущих ценах на сырьевые товары (нефть, газ, металлы, удобрения) и курсе рубля сальдо счета текущих операций в следующие 12М, по нашим оценкам, составит 27 млрд долл. против 34 млрд долл. за предыдущие 12М, что свидетельствует о наличии определенного равновесия по валютному курсу. Нарушить баланс может рост привлечения рублевого финансирования для погашения внешнего долга (снижение рублевой ставки будет этому способствовать), а также запуск нового бюджетного правила (планируется в начале 2018 г.).

Рынок корпоративных облигаций

Евраз: снижение долга позволит выплатить дивиденды. См. стр. 2

ЕвроХим: ожидается снижение инвестиций во 2 полугодии. См. стр. 2

Газпром нефть: при ограничении ОПЕК+ компания наращивает переработку. См. стр. 3

Евраз: снижение долга позволит выплатить дивиденды

Евраз (BB-/Ba3/BB-) опубликовал сильные финансовые результаты за 1П 2017 г. по МСФО, которые были обеспечены высоким уровнем цен на коксующийся уголь в конце 2016 г. - 1 кв. 2017 г. (отражаются в результатах с лагом) и в меньшей степени - на сталь (+69% и +16-19% п./п., соответственно).

Так, выручка в 1П 2017 г. повысилась на 30% относительно 2П 2016 г. до 5,1 млрд долл., EBITDA - на 19% п./п. до 1,15 млрд долл. (+54% по угольному дивизиону, -15% по российскому стальному дивизиону из-за сужения спреда металлопродукция-сырье, а также укрепления рубля), рентабельность по EBITDA снизилась на 1,9 п.п. до 22,6%. Рост свободного денежного потока позволил сократить Чистый долг на 11% (по нашим оценкам), а с ростом EBITDA долговая нагрузка опустилась до 2,0х с 3,1х на конец 2016 г. Накопленные денежные средства остаются на высоком уровне 1,28 млрд долл. и покрывают как долг к погашению в 2017 г. (23 млн долл.), в 2018 г. (472 млн долл.), так и почти весь долг в 2019 г. (946 млн долл.). Учитывая сильные результаты, Совет директоров объявил о выплате промежуточных дивидендов в размере 429,6 млн долл. (свободный денежный поток за 1П составил 549 млн долл., из них 361 млн долл. получено от продажи активов - в основном Находкинского порта).

Мы ожидаем, что в 3 кв. 2017 г. результаты будут под давлением из-за коррекции вниз цен на сталь во 2 кв. (которая, однако, была отыграна в июле), а также - на коксующийся уголь после восстановления поставок из Австралии, но в целом за 2П 2017 г. результаты могут улучшиться за счет текущего тренда роста цен из-за сокращения мощностей и роста внутреннего потребления в Китае.

Евробонды Евраз (EVRAZ 22, 23 с YTM 5,0% и 5,2%) торгуются с премией 15-17 б.п. к евробондам Русала, что мы считаем несправедливым, учитывая более низкое кредитное качество последнего. Кроме того, спред EVRAZ 23 к VIP-GTH 23 расширился до максимума 50 б.п., что делает покупку EVRAZ 23 спекулятивно интересной (по крайней мере, до конца этого года пока сохраняется благоприятная конъюнктура на рынке угля). В рамках высокорисковой стратегии может быть интересен выпуск Кокса IMHRUS 22 с YTM 6,5% (мы ожидаем существенное снижение долговой нагрузки по результатам этого года).

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

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

ЕвроХим: ожидается снижение инвестиций во 2 полугодии

Компания EuroChem Group AG (BB-/-/BB) опубликовала умеренно негативные результаты за 2 кв. 2017 г. на фоне снижения цен на удобрения и объемов продаж. После роста цен в 1 кв. 2017 г. практически все котировки упали на фоне увеличения предложения в мире, особенно в азотном сегменте: так, средние цены на аммиак снизились на 8% кв./кв., на азотные удобрения - на 17-22% кв./кв., а на фосфатные - были более стабильны (-1% кв./кв.). Кроме того, цены на железную руду, побочное производство компании, упали на 26% кв./кв. после роста в 1 кв. 2017 г. Этот негативный тренд совпал с продолжившимся укреплением рубля (-3% кв./кв.), что привело к существенному сокращению ценовых нетбэков и соответствующему падению маржи.

Более того, после сезонного роста продаж в 1 кв. объемы реализации удобрений сократились на 17% кв./кв. до 3,1 млн т в основном за счет снижения продаж собственной продукции Группы на 21% кв./кв. до 2,2 млн т (в основном сложных и фосфатных удобрений), в то время как продажи удобрений других производителей снизились всего на 9% кв./кв. до 0,9 млн т. В результате выручка ЕвроХима упала на 21% кв./кв. до 1 062 млн долл.

Себестоимость производства и коммерческие расходы снижались меньшими темпами - на

14% и 12% до 692 млн долл. и 159 млн долл., соответственно, а общие и административные расходы не изменились за период и составили 50 млн долл., что привело к падению EBITDA на 31% кв./кв. до 241 млн долл. и снижению чистого операционного потока на 40% кв./кв. до 203 млн долл.

При этом капитальные затраты сезонно выросли на 18% кв./кв. до 324 млн долл., что при незначительном дополнительном привлечении кредитных ресурсов (в основном проектное финансирование) привело к снижению денежных средств на 46% кв./кв. до 223 млн долл. В результате чистый ковенантный долг (без учета проектного финансирования на 0,73 млрд долл.) вырос на 6% кв./кв. до 3,2 млрд долл., или 2,9x LTM EBITDA против 2,8x в 4 кв. 2016 г. В настоящее время ЕвроХим планирует привлечь 5-летний синдицированный кредит, который в том числе позволит рефинансировать 325 млн долл. евробондов с погашением в декабре 2017 г.

Компания подтвердила прогноз EBITDA на 2017 г. в размере 1,1 млрд долл., что кажется нам вполне реалистичным с учетом того, что данный показатель составил 590 млн долл. в 1П 2017 г. Основной риск для данного прогноза, по нашему мнению – возможное падение цен на удобрения в низкий сезон (4 кв.) на фоне продолжающегося роста предложения. Кроме того, менеджмент компании отметил, что инвестиции во 2П будут сопоставимы с 1П 2017 г. (601 млн долл.), хотя в предыдущие годы традиционно на 2 полугодие приходился пик инвестиционной активности. Капвложения во 2П 2016 г. составили 775 млн долл., а это значит, что свободный денежный поток компании может улучшиться против прошлого года на фоне снижения инвестиций и примерно схожего уровня EBITDA (520 млн долл. во 2П 2016 г.).

Спред EUCHEM 20 - Russia 20 составляет 105 б.п., лучшей ему альтернативой, по нашему мнению, являются VIP-GTN 20 с YTM 3,95% (премия к EUCHEM 20 составляет 20 б.п.). Недавно размещенный выпуск EUCHEM 21 с YTM 3,95% не выглядит интересным для покупки.

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9842

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Газпром нефть: при ограничении ОПЕК+ компания наращивает переработку

Свободный денежный поток достиг 27,4 млрд руб....

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала сильные результаты по итогам 2 кв. 2017 г. Так, несмотря на сокращение цен на нефть в рублевом эквиваленте на 9% кв./кв., выручка выросла на 2% кв./кв., а EBITDA - на 14% кв./кв. Более того, компании удалось сгенерировать значительный свободный денежный поток (27,4 млрд руб.) при том, что капитальные вложения выросли на 35% кв./кв. Это позволило снизить чистый долг, и долговая нагрузка в отношениях Чистый долг/EBITDA снизилась до 1,50x с 1,59x. При этом несколькостораживает резкий рост краткосрочного долга на 43% кв./кв. до 142,9 млрд руб. Тем не менее, на счетах компании накоплено 70 млрд руб., что покрывает около 50% краткосрочной задолженности.

...но он уйдет на выплату дивидендов

На телеконференции менеджмент компании подтвердил, что намерен выйти в плюс по свободному денежному потоку за счет увеличения производства льготной нефти и сокращения капитальных вложений (до 340 - 350 млрд руб.). Но, так или иначе, мы считаем, что компании придется рефинансировать часть краткосрочной задолженности, так как большая часть свободного денежного потока, скорее всего, пойдет на выплату дивидендов. По ожиданиям менеджмента, дивиденды по итогам 2017 г. могут превысить уровень 2016 г. (50,6 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2017	1 кв. 2017	изм.	1П 2017	1П 2016	изм.
Выручка	475 668	468 606	+2%	944 274	771 077	+22%
ЕБИТДА	106 469	93 037	+14%	199 506	162 954	+22%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,4%	19,9%	+2,5 п.п.	21,1%	21,1%	0 п.п.
Чистая прибыль	53 317	64 734	-18%	118 051	91 747	+29%
Чистая рентабельность	11,2%	13,8%	-2,6 п.п.	12,5%	11,9%	+0,6 п.п.
Операционный поток	115 973	65 155	+78%	181 128	145 795	+24%
Капвложения	-88 570	-65 665	+35%	-154 235	-166 398	-7%
Свободный денежный поток	27 403	- 510	-	26 893	-20 603	-
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2017			31 марта 2017		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	675 294			652 952		+3%
Краткосрочный долг	142 914			99 637		+43%
Долгосрочный долг	532 380			553 315		-4%
Чистый долг	605 312			611 042		-1%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,50x			1,59x		-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Переработка резко выросла

Производственные результаты во 2 кв. значительно улучшились благодаря наращиванию объемов переработки после завершения плановых ремонтных работ на Московском и Ярославском НПЗ. В результате объем переработки вырос на 13,3% кв./кв. до 9,95 млн т. Однако в целом в 2017 г. мы ожидаем сокращения объемов переработки из-за оптимизации выпуска на фоне налогового маневра. Объем добычи жидких углеводородов практически не изменился кв./кв. и составил 163,6 млн барр. нефтяного эквивалента. Стабильность уровня добычи связана в первую очередь с ограничениями в рамках договоренности ОПЕК+.

Газпром нефть значительно улучшила рентабельность

Газпром нефти удалось увеличить и рентабельность по ЕБИТДА до 22,4% с 19,9% в 1 кв. благодаря восстановлению объемов переработки. Стоит также отметить относительно низкий уровень коммерческих расходов, которые увеличились лишь на 2% кв./кв. (до 24,2 млрд руб.), при том что данный уровень на 7% ниже аналогичного периода 2016 г. Кроме того, сократились расходы на закупку углеводородов на 6% кв./кв. до 110 млрд руб., так как компания уменьшала закупки продуктов переработки после завершения ремонтных работ на собственных НПЗ. В результате показатель ЕБИТДА на барр. н.э. вырос на 13% кв./кв. до 934 руб./барр. н.э. Для сравнения - аналогичный показатель Роснефти сократился на 8% кв./кв. до 543 руб./барр. н.э.

Спреды долларовых выпусков SIBNEF 22 (YTM 4%) и SIBNEF 23 (YTM 4,4%) к суверенной кривой остаются на уровне 100 б.п., но остаются самыми доходными (в терминах YTM) среди долларовых нефтегазовых выпусков 1-го эшелона. Учитывая отсутствие первичного предложения (из-за финансовых санкций), мы не ожидаем расширения этих спредов. Интересными для покупки считаем GAZPRU 34, которые имеют текущую доходность 6,4% годовых (самая высокая среди нефтегазовых бумаг). Также нам продолжают нравиться бумаги номинированные в евро GAZPRU 21, их долларовая доходность превышает доходность долларовых бумаг эмитента. Сейчас спреды к ОФЗ по большинству рублевых облигаций Газпром нефти не превышают 60 б.п. (как следствие, более интересны ОФЗ).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Андрей Полищук

andrey.polischuk@raiffeisen.ru

+7 495 221 9849



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Статистика ФТС: "низкий" старт экспорта во 2 кв. 2017 г.

Потребление на пороге роста

Восстановление экономики требует роста импорта

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

Рынок облигаций

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Валютный рынок

Рублевая цена на нефть вновь на локальном минимуме

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Инфляция

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий ЦБ добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ удивил ускорением снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет недополучит дивиденды от основных госкомпаний

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

Банковский сектор

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов



#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	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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
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.