13 ноября 2017 г.

Валютный и денежный рынок

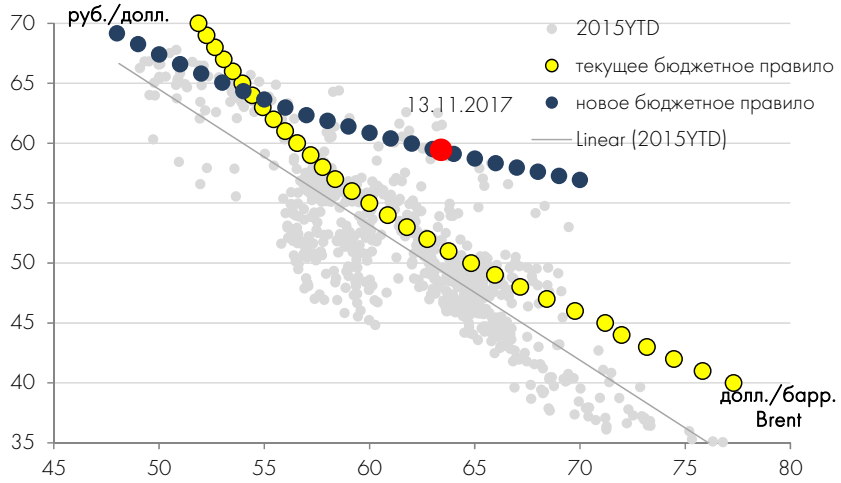
Платежный баланс: сальдо текущего счета не достаточно для покрытия оттоков капитала в 4 кв.

В конце прошлой недели ЦБ опубликовал оценку сальдо счета текущих операций за 10М, согласно которой в октябре оно составило 2,3 млрд долл., это соответствует нашей оценке в предположении, что доля ненефтегазовых доходов составила 45% (против 49% в сентябре и 45% в среднем за последние 12М). Стоит отметить, что в октябре частным сектором было вывезено 2,8 млрд долл., при этом внешний долг должен был быть погашен в объеме 4,6 млрд долл. (из них 1,6 млрд долл. приходится на чистые выплаты по ТОП-30 заемщикам). При сохранении текущих цен на нефть и курсе рубля, исходя из нашей модели, в 4 кв. по сальдо счета текущих операций будет получено 10,1 млрд долл., что меньше прогнозируемых выплат по внешнему долгу (23,5 млрд долл. за вычетом внутригруппового долга, по данным ЦБ РФ), интервенций Минфина (с покупкой валюты уйдет порядка 5 млрд долл. в ноябре-декабре), кроме того, до конца года из системы может уйти 5,5 млрд долл. (по кредиту ВТБ CEFC). Как мы уже отмечали, в банковской системе не осталось свободной валютной ликвидности для компенсации предстоящего оттока валютной ликвидности, как следствие, банкам придется сократить свои вложения в евробонды, однако большой объем на рыночную продажу осуществить затруднительно. По нашим оценкам, разрыв валютной ликвидности в декабре может составить 2-3 млрд долл., который может быть покрыт, в том числе, за счет ликвидности от Минфина (валютные депозиты) или ЦБ РФ (валютное РЕПО). Мы ожидаем, что валютный курс при прочих равных останется под давлением до конца года.

Новое бюджетное правило: эффект на рубль

Для оценки равновесного курса рубля мы внедрили в нашу модель платежного баланса новую формулу, по которой со следующего года Минфин может начать проводить валютные интервенции. Напомним, что действующая формула основана на превышении фактической рублевой цены нефти URALS над заложенной в плане бюджета (2700 руб./барр.), в то время как новая формула учитывает лишь долларовую цену на нефть (40,8 долл./барр.). Результат нашей модели приведен на диаграмме ниже. Как видно, новое бюджетное правило снижает зависимость рубля от динамики нефти: так, при падении нефти на 10 долл. (с 60 до 50 долл./барр.) рубль ослабевает на 6 руб. (против 8 руб. по текущему правилу). Повышательный эффект на курс проявляется тем сильнее, чем выше котировки нефти: 5 руб. при 60 долл./барр., 10 руб. при 65 долл./барр. Кроме того, новое бюджетное правило сгладит сезонность (в частности, не будет такого избыточного укрепления рубля в 1 кв. из-за низкого импорта). Отметим, что текущий курс рубля уже находится на кривой равновесного курса в зависимости от нефти, получающейся из нового бюджетного правила (из-за того, что сейчас в ноябре объем покупок Минфина такой же, каким он может быть при новом бюджетном правиле). Другой важный вывод состоит в том, что новое правило сдвигает вверх среднегодовую рублевую цену на нефть (текущий диапазон 3700-3800 руб./барр. является нормальным для нефти 63 долл./барр., что на 7% выше, чем было бы при старом бюджетном правиле).

Курс рубля при новом и старом бюджетном правиле



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рынок корпоративных облигаций

ЕвроХим: продажа газового актива снизит долговую нагрузку. См. стр. 2

13 ноября 2017 г.

ЕвроХим: продажа газового актива снизит долговую нагрузку

Фосфатный сегмент поддержал результаты

Компания EuroChem Group AG (BB-/-/BB) опубликовала умеренно-позитивные результаты за 3 кв. 2017 г. на фоне роста продаж фосфатных и сложных удобрений, что было частично компенсировано падением в азотном сегменте. При этом в 3 кв. наметился рост цен на карбамид (+9% кв./кв.) и аммиачную селитру (+10% кв./кв.) благодаря сокращению китайского экспорта, а цены на МАФ упали на 5% кв./кв., но уже к концу квартала стали восстанавливаться на фоне существенного роста цен на сырье (аммиак и сера). Средний курс рубля в 3 кв. умеренно снизился, что способствовало лучшей ценовой динамике в рублях.

Объемы продаж удобрений выросли на 3% кв./кв. до 3,3 млн т, при этом продажи азотных удобрений упали на 17% кв./кв. до 1,87 млн т, а фосфор-содержащих, наоборот, выросли на 45% кв./кв. до 1,5 млн т. Компания отмечает, что изменение структуры продаж, в первую очередь, связано с сезонным фактором. В результате выручка ЕвроХима выросла на 11% кв./кв. до 1 172 млн долл.

Себестоимость производства повысилась сопоставимо с выручкой – на 11% до 765 млн долл. в основном за счет изменения стоимости удобрений для перепродажи, а также топливных затрат. Коммерческие, общие и административные расходы совокупно выросли на 9% кв./кв. до 227 млн долл., что привело к увеличению EBITDA на 5% кв./кв. до 254 млн долл. При этом сокращение оборотного капитала на 17% кв./кв. до 534 млн долл. привело к росту чистого операционного потока на 40% кв./кв. до 284 млн долл.

Годовые капвложения, скорее всего, превысят план

Капитальные затраты продолжили сезонный рост до 443 млн долл. против 324 млн долл. во 2 кв. 2017 г. в основном из-за большего объема поставок оборудования для строительства новой аммиачной установки. Напомним, ранее менеджмент сообщал, что инвестиции во 2П будут сопоставимы с 1П 2017 г. (601 млн долл.), однако с учетом динамики 3 кв. они не должны превысить 160 млн долл. в 4 кв., что стало бы минимальным значением с 1 кв. 2015 г. Тем не менее, мы считаем это трудно реализуемым с учетом пуско-наладочных работ на Усольском комбинате, а также продолжения инвестирования в другие крупные проекты (аммиак в Кингисеппе и ВолгаКалий).

Чистый ковенантный долг (без учета проектного финансирования на 0,86 млрд долл.) вырос на 3% кв./кв. до 3,3 млрд долл., но восстановление EBITDA в 3 кв. позволило удержать долговую нагрузку на уровне 2,9x LTM EBITDA. В июле 2017 г. ЕвроХим разместил 4-летние евробонды на сумму 500 млн долл. с купоном 3,95%, а в сентябре привлек 5- летний клубный кредит на 750 млн долл. и мультивалютный кредит на 550 млн долл., которые позволят рефинансировать 326 млн долл. евробондов с погашением в декабре 2017 г.

Продажа газового актива поможет снизить долг

В октябре ЕвроХим принял решение продать газовый актив Севернефть-Уренгой НОВАТЭКу (добыча 0,7-0,8 млрд куб. м в год, запасы 50 млрд куб. м). По нашим оценкам, данный актив может стоить 300-350 млн долл., и его продажа может снизить долговую нагрузку до 2,6-2,7x LTM EBITDA.

Спред EUCHEM 20 - Russia 20 составляет 90 б.п., лучшей ему альтернативой, по нашему мнению, являются VIP-GTH 20 с YTM 3,7% (премия к EUCHEM 20 составляет 20 б.п.). Выпуск EUCHEM 21 выглядит справедливо оцененным, котируясь на одном уровне с VIP 21.

Константин Юминов
konstantin.yuminov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9842

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

Райффайзенбанк

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. – результат временных факторов

Рынок облигаций

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

Иностранный спрос давит на кривую ОФЗ

Сильное замедление инфляции вызвало ралли в ОФЗ

Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция — не повод для агрессивного снижения ставки

Денежный рынок

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субордов на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субордов Банка ФК Открытие, но держатели старых субордов имеют шанс на bail-out

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
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон
МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим
СИБУР
Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит
Лента
O'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот
Global Ports

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
ВТБ
Газпромбанк
МКБ
ФК Открытие
Промсвязьбанк
Сбербанк
Тинькофф Банк
ХКФ Банк

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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 00

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

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

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

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.