



15 мая 2017 г.

Валютный и денежный рынок

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

В конце прошлой недели была опубликована оценка ЦБ сальдо счета текущих операций за январь-апрель (25,7 млрд долл.). Исходя из этого, в апреле оно составило 2,9 млрд долл. (это несильно расходится с нашей оценкой - 3,4 млрд долл.), что существенно ниже месячных значений, наблюдавшихся в 1 кв. (например, 8,7 млрд долл. в марте). Ухудшение сальдо является сезонным и обусловлено восстановлением импорта товаров и услуг, а также выплатами дивидендов и процентов по внешнему долгу. Несмотря на снижение сальдо, вывоз капитала частным сектором в апреле остался высоким - 5,6 млрд долл. (против 15,4 млрд долл. в 1 кв.) за счет увеличения резидентами своих активов в иностранной юрисдикции. Таким образом, в государственные облигации произошел большой приток средств нерезидентов в размере 2,7 млрд долл. (или ЦБ пересмотрел данные по вывозу капитала за предыдущие месяцы). Кстати говоря, покупка ОФЗ резидентом через иностранную юрисдикцию (офшор) будет отражаться как вывоз капитала частным сектором и ввоз капитала государственным сектором. В этой связи мы обращаем внимание на несоответствие данных платежного баланса и НРД (в частности, в 1 кв., по данным платежного баланса, нерезиденты купили госбумаги на 2,1 млрд долл., а по данным НРД, ОФЗ ими были куплены на 288 млрд руб., или 5,1 млрд долл., при этом какой-либо крупной продажи российских евробондов не наблюдалось), что косвенно может указывать на наличие нетипичных операций. Мы ждем дальнейшего сокращения сальдо счета текущих операций в ближайшие месяцы (если не произойдет восстановления цен на нефть в район 60 долл./барр.) до нулевых и отрицательных значений в июне-августе, что могло бы оказать давление на курс рубля (который сейчас фундаментально выглядит слишком сильным). Однако воспрепятствовать этому может присутствие крупных локальных покупателей/покупателя ОФЗ (что сопровождается конвертацией валюты в рубли), см. подробнее наш комментарий от 20 апреля. В этой связи мы сохраняем позитивный взгляд на рублевые активы (длинные ОФЗ с фиксированной ставкой купона (26221) и ОФЗ с плавающей ставкой купона (29006)), по крайней мере, до конца июня (пока инфляция будет снижаться, поддерживая на рынке ожидания по дальнейшему смягчению монетарной политики). Кстати говоря, сегодня был опубликован обзор ЦБ РФ о вредном влиянии "искусственного ослабления валюты" на российскую экономику (в контексте глобальных производственных цепочек). При этом стоит отметить, что РФ, как во многом ориентированная на экспорт сырья экономика, мало вовлечена в эти цепочки, которые могли бы пострадать от слишком слабого курса (хотя, например, в Китае этого не наблюдается). Кроме того, в обзоре приведено утверждение, что "попытки занижения реального валютного курса за счет операций на валютном рынке, как правило, заканчиваются неудачами", хотя, например, Норвегия интервенциями успешно уменьшила зависимость своей валюты от конъюнктуры сырьевых рынков. Тем не менее, высказанное мнение аналитиков ЦБ может указывать на наличие дискуссии внутри регулятора в отношении валютных интервенций для сдерживания текущего укрепления рубля (что увеличивает вероятность более агрессивного снижения ключевой ставки).

Экономика

Забастовки водителей не оказали значимого влияния на инфляцию

По данным Росстата, инфляция за период с 3 по 10 мая 2017 г. составила 0,1%. При этом среднесуточный темп роста цен вернулся к умеренным значениям (0,011%). Годовая оценка инфляции вплотную приблизилась к цели ЦБ (4,05%). Интересно отметить, что активный рост цен на фрукты и овощи, наблюдавшийся в апреле, снизился. Напомним, что одной из причин этого роста могли стать акции протеста водителей-дальнобойщиков против повышения тарифов «Платон» в различных регионах страны. Так, например, в Дагестане, где, по информации СМИ, была наиболее тяжелая ситуация, ускорение годовых темпов роста цен на продукты питания было одним из максимальных среди всех российских регионов - там продовольственная инфляция ускорилась с 2,24% г./г. в марте до 3,7% г./г. в апреле. Однако, судя по данным Росстата, далеко не во всех регионах, испытывавших проблемы из-за этих забастовок, наблюдался всплеск продуктовой инфляции. Кроме того, в апреле она выросла и в регионах, существенно не охваченных этими акциями (например, Калининградская и Курская области, где ускорение роста цен оказалось максимальным из всех регионов). В этой связи мы полагаем, что ускорение продовольственной инфляции в прошлом месяце было связано в большей степени с "компенсирующим" ростом цен на фрукты и овощи, т.к. на протяжении 1 кв. 2017 г. инфляция в этом сегменте была низкой, что нехарактерно для начала года. Вероятно, произошло определенное смещение сезонности в динамике цен, в связи с чем в мае, скорее всего, динамика в плодоовощном сегменте окажется довольно умеренной.

Рынок корпоративных облигаций

РУСАЛ: курс на наращивание мощностей. См. стр. 2

РУСАЛ: курс на наращивание мощностей

Нейтральные результаты за 1 кв.

РУСАЛ (-/Ва3/В+) опубликовал нейтральные финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. по МСФО. Выручка и EBITDA повысились на 13% и 15% кв./кв. до 2,3 млрд долл. и 475 млн долл., соответственно, рентабельность по EBITDA осталась практически на том же уровне - 20,7%.

Рост выручки был обеспечен восстановлением объемов продаж алюминия (+7% кв./кв. после снижения на 6% в предыдущем квартале из-за сезонного роста продукции в транзите, которая была реализована в 1 кв. 2017 г.) и ростом средней цены реализации на 8% кв./кв. Денежные издержки (cash cost) на производство алюминия в 1 кв. повысились на 8% кв./кв. из-за укрепления рубля (на 7% кв./кв.) и роста тарифа на электроэнергию (на 25% кв./кв. в результате, в том числе, заключения новых контрактов с EN+). Тем не менее, преимущественно повышение цен на алюминий нивелировало эффект от роста издержек, показатель EBITDA рос практически такими же темпами, что и выручка, и рентабельность осталась на том же уровне.

Операционный денежный поток в 1 кв. продолжил снижаться (на 23% кв./кв. до 215 млн долл.) из-за роста инвестиций в оборотный капитал более чем вдвое со 106 до 237 млн долл. (в основном в результате роста запасов из-за повышения цен на алюминий), тем не менее, его было достаточно для финансирования капвложений в объеме 124 млн долл. Напомним, в 2017 г. они запланированы на уровне 600 млн долл.

Ковенантный Чистый долг/EBITDA остался 3,2х

Ковенантный Чистый долг/EBITDA (который рассчитывается с учетом полученных дивидендов от НорНикеля) в 1 кв. остался на уровне 3,2х, несмотря на снижение Чистого долга на 2% и роста EBITDA LTM на 11%, из чего следует, что компания за отчетный период получила на 20% меньше дивидендов от НорНикеля. Тем не менее, в 2017 г. мы не прогнозируем их сокращения, т.к. рекомендованные Советом директоров НорНикеля дивиденды за 2016 г., которые будут выплачены в 2017 г., почти вдвое выше, чем за 2015 г.

Риски ликвидности повышены, возможно увеличение дивидендных выплат

После отчетной даты компания разместила еще один выпуск евробондов RUALRU 23 на 500 млн долл., которые были направлены на рефинансирование части долга 2018-2019 гг. При этом накопленные денежные средства, которые за 1 кв. снизились с 544 до 397 млн долл. (из-за погашения долга), не покрывают в полном объеме краткосрочный долг (746 млн долл.). Компания также сообщила, что в ближайшие недели планирует закрыть сделку по рефинансированию PXF-кредита, погашение большей части которого приходится на 2018 г. (всего пока к погашению в 2018 г. - 1,1 млрд долл.), в связи с чем ведутся переговоры об изменении ковенантов и дивидендной политики компании, а в СМИ появилась информация, что после изменений в чистом долге при расчете долговой нагрузки может не учитываться долг, обеспеченный акциями НорНикеля (PXF на 4,75 млрд долл.), что приведет к снижению коэффициента Чистый долг/EBITDA до 1,0х и возможности увеличить дивидендные выплаты, что, на наш взгляд, в условиях высокой долговой нагрузки, негативно.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

| в млн долл., если не указано иное | 1 кв. 2017 | 4 кв. 2016 | изм. | 1 кв. 2017 | 1 кв. 2016 | изм. |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|
| Выручка | 2 297 | 2 027 | +13% | 2 297 | 1 914 | +20% |
| Валовая прибыль | 609 | 550 | +11% | 609 | 368 | +65% |
| Валовая рентабельность | 26,5% | 27,1% | -0,6 п.п. | 26,5% | 19,2% | +7,3 п.п. |
| EBITDA | 475 | 412 | +15% | 475 | 312 | +52% |
| Рентабельность по EBITDA | 20,7% | 20,3% | +0,4 п.п. | 20,7% | 16,3% | +4,4 п.п. |
| Чистая прибыль | 187 | 645 | -71% | 187 | 126 | +48% |
| Операционный поток | 215 | 278 | -23% | 215 | 320 | -33% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | 192 | 153 | +25% | 192 | 91 | +2,1х |
| Капвложения | -124 | -160 | -23% | -124 | -82 | +51% |
| Финансовый поток | -555 | -413 | +34% | -555 | -142 | +3,9х |

| в млн долл., если не указано иное | 31 марта 2017 | 31 дек. 2016 | изм. |
|---|---------------|--------------|------|
| Совокупный долг, в т.ч. | 8 618 | 8 965 | -4% |
| Краткосрочный долг | 746 | 1 433 | -48% |
| Долгосрочный долг | 7 872 | 7 532 | +5% |
| Чистый долг | 8 221 | 8 421 | -2% |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM* | 5,0x | 5,7x | - |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM** (с учетом дивидендов от НорНикеля) | 3,2x | 3,2x | - |

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

** Ковенантный показатель рассчитывается с учетом полученных за отчетный период дивидендов от НорНикеля

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания начинает строительство Тайшета и продолжит БЭМО в рамках проектного финансирования

Компания объявила о возобновлении строительства Тайшетского завода (проект был заморожен в 2009 г., инвестировано 796 млн долл. (без НДС)). Пока рассматривается строительство первой линии мощностью 428,5 тыс. т/год (срок ввода - 2019-2020 гг.), инвестиции составят 711 млн долл. (без НДС) и будут привлекаться у российских банков на условиях проектного финансирования (также как в проекте БЭМО). В настоящий момент компания утвердила расходы в размере 38 млн долл. на предварительные работы и ведет поиск партнера (переговоры с РусГидро продолжаются). Вторая часть первой стадии проекта БЭМО (увеличит мощности Богучанского алюминиевого завода с текущих 149 тыс. т до 298 тыс. т) будет завершена к концу 2018 г., инвестиции запланированы в объеме 200 млн долл. и будут профинансированы из кредитной линии ВЭБа. Еще раз отметим, что оба проекта не окажут влияния на долг и капвложения РУСАЛа, так как предусмотрены исключительно как проектное финансирование. При этом даже с наращиванием своих мощностей компания прогнозирует дефицит металла в мире к 2021 г. на уровне 2,1 млн т.

Недавно размещенные выпуски RUALRU 22, 23 торгуются на кривой Евраз с YTM 5,1% и 5,3%, соответственно. Однако по кредитным метрикам (Чистый долг/ЕБИТДА) Евраз выглядит несколько лучше РУСАЛа, что должно транслироваться в наличие премии бумаг РУСАЛа к Евразу. Лучшей альтернативой мы считаем выпуск VIP-GTN 23 (@ 7,25%), предлагающий YTM 5,4%.

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

Потребительский спрос: кратковременные улучшения?

Промышленность вернулась к росту

Прогноз МЭР: рост экономики без деталей реформ

Рынок облигаций

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Структура покупателей ОФЗ: "необычные" нерезиденты сформировали основной спрос в 1 кв. 2017 г.

В 1 кв. появился крупный локальный участник на рынке ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Нетипичные условия 1 кв. обусловили положительную обратную связь интервенций Минфина

Платежный баланс: сезонность пока позволяет рублю игнорировать и нефть, и покупки Минфина

Минфин в феврале купил больше валюты, чем требовалось

Инфляция

Инфляция продолжает ускоряться

Монетарная политика ЦБ

ЦБ дал сигнал о снижении ставки на ближайшем заседании

Обзор инфляционных ожиданий не добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

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

"Фискальная девальвация": вопрос времени

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Банковский сектор

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов

Февральский запас валютной ликвидности может растаять к лету



#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

| | |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | 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 | ФК Открытие | ТКС Банк |
| Банк Русский Стандарт | Газпромбанк | Промсвязьбанк | ХКФ Банк |
| Банк Санкт-Петербург | МКБ | 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.