



18 мая 2017 г.

Мировые рынки

Американские акции, наконец, "возвращаются" к политическим реалиям

Политический кризис в США вышел на новый виток. Некоторые представители Конгресса заявили о возможном объявлении импичмента президенту в ответ на появившиеся сообщения о просьбе Д. Трампа прекратить расследование против бывшего советника по нацбезопасности М. Флинна, а также о передаче секретных разведанных российским дипломатам. Пока непонятно, являются ли эти сообщения достоверными (не исключено, что это просто следствие политической борьбы). Возможно, Конгресс США создаст независимую комиссию для анализа действий президента и его администрации. Но такое развитие событий почти не оставляет шансов на то, что анонсированная налоговая реформа для стимулирования экономики будет реализована по крайней мере в ближайшем будущем (на ожидании стимулов и произошло Трамп-ралли). Это создает потенциал для коррекции американских рынков акций до уровней, наблюдавшихся до избрания Д. Трампа (т.е. индекс S&P может упасть на 10%). Кстати, вчера он потерял 1,8%, вызвав волну бегства в качество (доходность 10-летних UST опустилась еще на 5 б.п. до УТМ 2,24%). Нефть от коррекции вчера уберег отчет EIA (за прошедшую неделю коммерческие запасы нефти в США снизились еще на 1,8 млн барр.).

Экономика

Экспорт и запасы снова помогли экономике ускориться. См. стр. 2

Минфин сохраняет консерватизм при пересмотре параметров бюджета

Вчера Минфин предложил поправки в текущую версию федерального бюджета на 2017 г. Данный пересмотр является плановым и был анонсирован ранее. Детали новой версии не выглядят неожиданно с учетом текущих макроэкономических условий. Так, ведомство планирует снизить дефицит до 1,92 трлн руб. (2,1% от ВВП) против 2,75 трлн руб. (3,2% от ВВП), обозначенных в Законе о бюджете. Это предполагается сделать за счет заметного увеличения плана по доходам до 14,6 трлн руб. (+1,14 трлн руб.). При этом, как и утверждалось Минфином ранее, расходы будут увеличены незначительно, до 16,56 трлн руб. (+0,32 трлн руб.). Несмотря на снижение дефицита бюджета, ведомство по-прежнему планирует сохранить объем программы заимствований на рынке ОФЗ на уровне 1,05 трлн руб. и использовать средства суверенных фондов в размере 1,7 трлн руб. (немного меньше, чем планировалось ранее). В то же время фактически траты фондов окажутся еще меньше: дополнительные нефтегазовых доходы, которые Минфин оценивает в 0,7 трлн руб., смогут восполнить потери Резервного фонда. Мы полагаем, что сохранение источников финансирования дефицита на прежнем уровне отчасти отражает возможные риски выпадения доходов, например, от дивидендов госкомпаний (пока обновленный план Министерства не предусматривает их снижения (425 млрд руб.)).

Рынок ОФЗ

Аукционы завершились коррекцией на вторичном рынке

Несмотря на то, что из бумаг, предложенных на 50 млрд руб., реализовано было почти все (45,8 млрд руб.), результат аукционов сложно назвать успешным, т.к. Минфину пришлось предоставить существенные ценовые скидки. По обоим выпускам они составили 0,5 п.п., если исходить из котировок за день до начала аукционов (а если исходить из котировок до объявления параметров, то дисконт составил 1 п.п.). При этом стоит отметить, что и в 26220, и в 26221 присутствовали крупные покупатели (в каждом были удовлетворены крупные заявки на 10 млрд руб., которые выставлялись не ниже котировок вторичного рынка до аукционов). Слабый результат аукционов вызвал коррекцию: котировки 26221 сползли ниже цены отсечения (до 98,20% от номинала по ценам покупки, сегодня 98%), доходность выросла до УТМ 8,05% (+7-10 б.п.), вся кривая поднялась на 5 б.п. вверх. На интерес к ОФЗ могло негативно повлиять заметное ухудшение внешних условий (хотя вчера рубль ослаб всего на 50 копеек до 57,1 руб.) из-за политической ситуации в США: коррекция также произошла в длинных (5-10 лет) локальных долгах Турции, ЮАР, Бразилии, доходности выросли на >10 б.п. Также вчера поддержку ОФЗ не оказали и крупные локальные участники, которые формировали значительный спрос в марте-апреле: они или отреагировали на внешний фон, или уже удовлетворили свою потребность в ОФЗ. В случае если они не вернуться с большими объемами, нависающее предложение от Минфина нивелирует потенциал дальнейшего снижения доходностей ОФЗ в ответ на анонсированное ЦБ смягчение монетарной политики. Отметим, что опубликованный вчера проект поправок в закон о федеральном бюджете на 2017 г. не предусматривает сокращения объема чистых заимствований ОФЗ, несмотря на повышение доходов бюджета на 1,1 трлн руб. В этой связи лучшим выбором для покупки остаются ОФЗ с плавающей ставкой купона, которые вчера немного подешевели (в частности, 29006 на 15 б.п. до 108,55-108,6% от номинала). Мы рекомендуем удерживать в рублевом портфеле длинные ОФЗ с фиксированной ставкой не более 30%, остальное - в RUONIA+.

Рынок корпоративных облигаций

Ростелеком: не самое удачное начало года. См. стр. 2

ФосАгро: прохладный квартал. См. стр. 3

Экспорт и запасы снова помогли экономике ускориться

По предварительным данным Росстата, рост реального ВВП в 1 кв. 2017 г. составил 0,5% г./г. (0,3% г./г. в 4 кв. 2016 г.). Подобные результаты выглядят достаточно оптимистично с учетом слабой динамики ключевых макроиндикаторов. Так, рост промпроизводства в 1 кв. 2017 г. составил лишь символические 0,1% г./г., что оказалось гораздо хуже результатов 4 кв. 2016 г. (1,7% г./г.). В динамике оборота розничной торговли за аналогичный период произошли улучшения (-1,8% г./г. в 1 кв. 2017 г. против -4,6% г./г. в 4 кв. 2016 г.), однако вряд ли их было достаточно, чтобы ощутимо повлиять на рост экономики. Статистика инвестиций в основной капитал пока не опубликована, тем не менее, близкий по динамике показатель – объем работ в строительстве – показал ухудшение в 1 кв. 2017 г.: -4,3% г./г. против -2% г./г. 4 кв. 2016 г.

Позитивного вклада можно было ожидать со стороны внешнеторговых потоков на фоне заметного роста экспорта. Предварительные данные по индексам физических объемов импорта и экспорта в целом будут опубликованы позднее, однако данные ФТС подтверждают этот тезис. Так, например, по нашей оценке, динамика основных статей экспорта товаров за 1 кв. 2017 г. (нефтегазовая продукция, машины и оборудование, металлургия) показала улучшение в целом на 6-7% г./г., что выглядит заметно лучше роста физических объемов экспорта в целом за 4 кв. 2016 г. (3,7% г./г., по данным Росстата). В то же время импорт, скорее всего, продолжил увеличиваться высокими темпами. Хотя оценить данные по физическим объемам достаточно сложно (ввиду отсутствия некоторых важных позиций в статистике, публикуемой ФТС – например, по машинам и оборудованию, которые занимают почти 50% импорта), можно заметить, что закупки важнейших товарных групп увеличились (например, рост импорта автомобилей в 1 кв. ускорился по сравнению с 4 кв. 2016 г.).

В итоге мы полагаем, что вряд ли можно объяснить улучшение динамики ВВП в 1 кв. 2017 г. лишь вышеперечисленными факторами. Из этого можно сделать вывод о том, что, скорее всего, рост товарно-материальных запасов по-прежнему вносит существенный вклад в ускорение восстановления экономики.

Позитивные данные по ВВП в 1 кв. 2017 г. в целом согласуются с нашим прогнозом роста экономики в 1% г./г. на 2017 г. На наш взгляд, экспорт продолжит "вытягивать" производственный сектор на фоне слабости внутренней экономической активности, однако по мере восстановления внутреннего спроса вклад потребительских и инвестиционных расходов станет расти. Впрочем, этот рост, скорее всего, будет сопровождаться увеличением импорта, что будет сдерживать восстановление экономики.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Ростелеком: не самое удачное начало года

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал результаты за 1 кв. 2017 г., которые оказались хуже ожиданий рынка, выручка снизилась на 3% г./г., а OIBDA – на 13% г./г., однако руководство по-прежнему ожидает роста выручки в 2017 г. на 1% г./г. и OIBDA в пределах 1% г./г., объясняя слабые результаты 1 кв. 2017 г. падением выручки от присоединения международного трафика из-за укрепления рубля и снижением компенсации из Фонда универсальных услуг за выполнение проекта Устранения цифрового неравенства.

Ростелеком также объявил дивиденды за 2016 г., которые оказались на 9% ниже, чем за 2015 г. из-за снижения свободного денежного потока, и суммарно составят 15 млрд руб. Долговая нагрузка выросла с 1,8x Чистый долг/OIBDA в 2016 г. до 1,9x из-за повышенного уровня капвложений в 1 кв. 2017 г. (в сравнении с годовым прогнозом), в результате чего свободный денежный поток оказался отрицательным. С учетом прогноза на 2017 г. коэффициент Чистый долг/OIBDA на конец года должен остаться примерно на уровне 1 кв. 2017 г.

В ходе телеконференции новый гендиректор Ростелекома М. Осеевский заявил, что компания готовит новую стратегию, которая будет коррелировать с программой правительства

"Электронная Россия", и что новая команда по управлению непрофильными активами под руководством бывшего начальника департамента имущественных отношений Минобороны Д. Куракина проводит аудит портфеля недвижимости, часть которого, возможно, будет реализована уже в этом году. Напомним также, что с приходом бывшего менеджера ВТБ Осеевского на пост гендиректора Ростелекома усилились слухи о возможном присоединении Т2-РТК Холдинга, в случае чего долговая нагрузка вырастет до уровня 2,7х Чистый долг/OIBDA даже без учета оплаты Ростелекомом приобретаемой доли.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	70 436	72 464	-3%
OIBDA	21 569	24 670	-13%
Рентабельность по OIBDA	30,6%	34,0%	-3,4 п.п.
Чистая прибыль	3 150	3 002	+5%
Операционный поток	14 899	15 901	-6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-16 181	-18 179	-11%
Капвложения	-17 714	-18 964	-7%
Финансовый поток	3 068	518	+5,9x
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	189 795	187 105	+1%
Краткосрочный долг	69 534	62 595	+11%
Долгосрочный долг	120 261	124 510	-3%
Чистый долг	180 005	177 481	+1%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,9x	1,8x	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Облигации эмитента неликвидны, последние котировки предполагали спред к кривой ОФЗ всего 60-70 б.п. (то есть лучшей альтернативой является покупка ОФЗ с плавающей ставкой).

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

ФосАгро: прохладный квартал

Компания ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+) опубликовала нейтральные результаты за 1 кв. 2017 г. Выручка выросла на 11% кв./кв. до 44,4 млрд руб. благодаря увеличению объемов продаж удобрений на 14% кв./кв. до почти 2 млн т (фосфатные удобрения +8% кв./кв. до 1,5 млн т, азотные +41% кв./кв. до 0,46 млн т). Несмотря на рост цен на все типы удобрений в 1 кв. 2017 г. (фосфатные +6-11% кв./кв., карбамид +15% кв./кв.) на фоне роста себестоимости производства в мире и последовавшего сокращения предложения, особенно со стороны китайских игроков, существенное укрепление рубля полностью нивелировало данный тренд, и средние цены реализации в рублевом эквиваленте практически не изменились кв./кв.

Однако рост выручки не транслировался в увеличение маржинальности из-за нескольких сезонных факторов: 1) повышения затрат на аммиак в результате роста цены и объемов приобретения; 2) наращивания закупок удобрений и прочей продукции у третьих производителей перед началом сезона в России (ФосАгро обладает самой широкой дистрибьюторской сетью продаж в России, через которую реализуется, в том числе, продукция сторонних производителей); 3) сокращения по статье "незавершенное производство и готовая продукция" на фоне роста продаж. Отметим при этом, что административные расходы

снизились на 15% кв./кв. до 3,8 млрд руб., подтверждая эффективность управления затратами. Коммерческие расходы также сократились на 8% до 5,5 млрд руб. на фоне снижения затрат на фрахт и стивидорные услуги в результате роста объемов отгрузки на внутренний рынок. В результате показатель EBITDA сократился на 6% кв./кв. до 12,7 млрд руб.

Благодаря существенно меньшим темпам роста оборотного капитала в сравнении с 4 кв. 2016 г. чистый операционный поток вырос в 8,1x раз до 7 млрд руб. Сокращение инвестиционных затрат на 16% кв./кв. до 8,9 млрд руб. привело к росту свободного денежного потока с -9,8 млрд руб. до -1,9 млрд руб., однако он по-прежнему отрицательный. Мы ожидаем, что свободный денежный поток вырастет во 2П на фоне запуска ключевого инвестиционного проекта ФосАгро – новых установок по производству аммиака на 760 тыс. т/год и карбамида на 500 тыс. т/год, т.к. это приведет к 1) сокращению капзатрат (прогноз компании на 2017 г. – 30 млрд руб.); 2) росту объемов продаж карбамида; 3) замещению покупного аммиака собственным. Компания оценивает, что при текущих ценах данный проект должен генерировать дополнительно порядка 150 млн долл. EBITDA.

Общий долг ФосАгро практически не изменился за квартал и составил 115 млрд руб., при этом существенно выросла краткосрочная часть долга с 14,1 млрд руб. до 52,2 млрд руб., однако компания в конце апреля разместила новый выпуск евробондов на 500 млн долл. и рефинансировала существенную часть краткосрочного долга. Сейчас рассматриваются и варианты погашения бонда PHORRU 18, в т.ч. новое размещение, но если оно и состоится, то, скорее всего, во 2П 2017 г. Из-за сокращения прибыли показатель Чистый долг/EBITDA вырос с 1,5x до 1,8x.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.	4 кв. 2016	изм.
Выручка	44 398	56 073	-21%	40 135	+11%
EBITDA	12 675	25 249	-50%	13 442	-6%
Рентабельность по EBITDA	28,5%	45,0%	-16,5 п.п.	33,5%	-5,0 п.п.
Чистая прибыль	12 263	22 631	-46%	11 371	+8%
Операционный поток	7 007	18 498	-62%	866	+8,1x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-8 493	-8 247	+3%	-9 732	-13%
Капвложения	-8 949	-8 587	+4%	-10 710	-16%
Финансовый поток	4 943	-11 151	-	-5 805	-
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	114 995	112 376	+2%		
Краткосрочный долг	52 158	14 137	+3,7x		
Долгосрочный долг	62 837	98 239	-36%		
Чистый долг	104 791	105 115	0%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,8x	1,5x	-		

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Недавно размещенные бонды PHORRU 21 (YTM 3,9%) котируются чуть выше номинала, на одном уровне с другими нефинансовыми эмитентами 1-го эшелона (с премией 90 б.п. к суверенной кривой РФ), что выглядит справедливым. При прочих равных мы предпочитаем бонды LUKOIL 22 с YTM 3,85% (большая ставка купона транслируется в большую текущую доходность).

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9842

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

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.