



22 февраля 2017 г.

Экономика

Налоговая дилемма Правительства

Власти продолжают активно обсуждать различные варианты налоговых изменений - повышение плоской ставки НДФЛ при введении не облагаемого налогом минимума и снижение страховых взносов в обмен на эквивалентное (по налоговой нагрузке) повышение НДС. Оба варианта обсуждаются с середины 2016 г., однако в силу сложности их реализации пока остаются непроработанными, а их введение может состояться не ранее 2018 г. На наш взгляд, причиной столь длительной дискуссии является ряд серьезных рисков, связанных с налоговыми изменениями. Во-первых, поступления в бюджет могут снизиться: повышения налоговой нагрузки на экономику указанные варианты не предполагают, а объем зарплат, который останется "белым" после изменений ставок может оказаться недостаточным, чтобы покрыть выпадающие доходы бюджета. Во-вторых, большая часть налоговой нагрузки перераспределится на потребителя (через снижение его доходов и рост цен на товары), что несет в себе социальные риски. В третьих, выигрыш для экономического роста от предложенных мер может быть не очевиден или отложен во времени. Так, например, при повышении НДС в обмен на снижение страховых взносов цены возрастут практически сразу, а выход зарплат из тени будет происходить сравнительно более медленными темпами. Более подробно об эффектах от повышения налогов на бюджет и экономику см. в нашем специальном обзоре от 23 января 2017 г.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: Минфин предлагает только фиксированную ставку, несмотря на слабую конъюнктуру

На сегодняшних аукционах Минфин предлагает лишь бумаги с фиксированной ставкой купона - 6-летние ОФЗ 26220 (УТМ 8,39%) и 15-летние ОФЗ 26218 (УТМ 8,43%) в объемах 20 и 10 млрд руб., соответственно. За неделю, прошедшую с предыдущего аукционного дня, кривая доходностей ОФЗ сместилась вверх на 10-20 б.п.: так, длинные выпуски 26207 и 26218 на прошлой неделе котируются с УТМ 8,0% и 8,32%, а вчера последние сделки проходили с УТМ 8,19 и 8,43%, соответственно. Размещенные на прошлом аукционе ОФЗ 26219 с отсечкой УТМ 8,28% на вторичном рынке котируются с УТМ 8,39%. Повышение доходностей наблюдалось и в локальных облигациях других GEM (ЮАР, Бразилии, Индии), что обусловлено смещением ожиданий по повышению ключевой долларовой ставки. Однако на рынок ОФЗ продолжает оказывать влияние и специфичный фактор избыточно крепкого рубля (в этом отношении за неделю ситуация не изменилась), ожидания его заметного ослабления (на 10% от текущих уровней) во 2-3 кв. из-за снижения сальдо текущего счета не способствуют интересу к ОФЗ, прежде всего, со стороны нерезидентов. В этой связи мы ожидаем слабый интерес к предлагаемым на аукционах выпускам, основной спрос будет предполагать премию 5-10 б.п. ко вторичному рынку. В ожидании слабого результата рекомендуем занимать короткие позиции по ОФЗ 26207, который выглядит наиболее дорогим среди длинных бумаг.

Рынок корпоративных облигаций

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Как уже было известно, в результате долгого процесса было принято решение провести санацию банка Пересвет, в отношении обязательств которого еще в октябре прошлого года был введен мораторий, а управление передано временной администрации. По данным СМИ, для спасения банка требуется как минимум 100 млрд руб., при этом на 1 января 2017 г. отрицательный капитал банка составлял 45,8 млрд руб. Условием получения помощи от АСВ (предположительно в форме субординированного кредита размером 35 млрд руб. на 15 лет под 0,51% годовых при том, что на выплату страхового возмещения вкладчикам банка, скорее всего, было потрачено 21 млрд руб.) является конвертация средств крупнейших кредиторов и акционеров в капитал банка (14 февраля было размещение субординированных облигаций на сумму 125 млрд руб., в которые и будут конвертироваться некоторые обязательства). Как стало известно вчера, не остались в стороне от списания обязательств и держатели БО-4, 1, БО-ПОО5 банка (в обращении находится 28 млрд руб.), которым было предложено согласиться на перенос срока до погашения на 2034-2036 гг. со снижением ставки купона до 0,51% годовых (котировки выпусков составляют 14% от номинала). Отметим, что в законодательстве процедура bail-in не определена (у ЦБ РФ по каким-то причинам нет намерения это делать в ближайшее время), поэтому для спасения банка в новых условиях (когда собственных средств в фонде АСВ уже не осталось, и государство минимизирует степень своего участия) bail-in, по сути, сводится к реструктуризации (получение добровольного согласия кредиторов), в которой, как видно на примере банка Пересвет, держатели облигаций разделяют все кредитные риски (по-видимому, та же участь ждет и держателей облигаций Татфондбанка, которые котируются около 20% от номинала).

Polys: снижение цен сказалось на результатах. См. стр. 2

НОВАТЭК: может сравняться с Катаром по объему экспорта СПГ. См. стр. 3

Polyus: снижение цен сказалось на результатах

Нейтральные
результаты за 4 кв.

Крупнейший российский производитель золота Polyus (BB-/Ba1/BB-) опубликовал в целом нейтральные финансовые результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО. Динамика выручки (-5% кв./кв.) и EBITDA (-10% кв./кв.) обусловлена в первую очередь снижением средних цен реализации на 7% кв./кв. (без программы стабилизации выручки падение составило бы 10% кв./кв.). Чистый долг остался на прежнем уровне 3,2 млрд долл., а его отношение к LTM EBITDA снизилось с 2,3х в 3 кв. до 2,1х. Накопленные денежные средства составляют 1,7 млрд долл., а краткосрочный долг незначителен - 32 млн долл., 250 млн долл. были переклассифицированы на 2021 г. в связи с прохождением оферты и непредъявлением держателями рублевых облигаций Полиуса. В 4 кв. компания выпустила евробонд PGILLN 22 на 500 млн долл. и рефинансировала часть долга с погашением в 2018 и 2019 гг. В итоге в 2018 г. предстоит погасить всего 21 млн долл., в 2019 г. - 571 млн долл. После отчетной даты Polyus вновь вышел на евробондовый рынок с PGILLN 23 номиналом 800 млн долл., средства, по данным менеджмента, также будут направлены в основном на рефинансирование задолженности.

Компания разместила
2 евробонда с целью
рефинансирования
долга

Ключевые финансовые показатели Polyus

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	670	706	-5%	2 458	2 188	+12%
EBITDA	401	444	-10%	1 536	1 278	+20%
Рентабельность по EBITDA	59,9%	62,9%	-3,0 п.п.	62,5%	58,4%	+4,1 п.п.
Чистая прибыль	556	390	+43%	1 445	1 021	+41%
Операционный поток	306	393	-22%	1 178	1 103	+7%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-196	-97	+2,0х	-280	-676	-59%
Капвложения	-288	-115	+2,5х	-543*	-326	+67%
Финансовый поток	-83	35	-	-1 015	220	-
В млн долл., если не указано иное		31 дек. 2016			30 сент. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		4 981			4 950	+1%
Краткосрочный долг		283			193	+1,5х
Долгосрочный долг		4 698			4 757	-1%
Чистый долг		3 241			3 240	0%
Чистый долг/EBITDA LTM**		2,1х			2,3х	-

*Включая предоплату 138 млн долл. за участие в аукционе на Сухой Лог

**EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки и
EBITDA из-за ценовой
конъюнктуры

Объемы продаж аффинированного золота в 4 кв. снизились на 5% кв./кв., при этом общие объемы реализации показали рост на 4% кв./кв. за счет увеличения продаж концентрата с Олимпиады. Выручка сократилась на 5% кв./кв. до 670 млн долл. из-за снижения цен реализации компании на 7% кв./кв. до 1 244 долл./унция в соответствии с мировыми трендами (-9% кв./кв. на LME). С начала этого года средняя цена на LME пока остается ниже на 1% среднего значения 4 кв. Показатель EBITDA сократился на 10% кв./кв. в основном в результате неблагоприятной ценовой конъюнктуры. При этом, несмотря на укрепление рубля (на 3% кв./кв.) денежная себестоимость (cash-cost) на унцию реализованного золота, по нашим оценкам, в 4 кв. сократилась на 2,5% кв./кв. до 396 долл./унция; наибольшее снижение продемонстрировала Олимпиада (-16% кв./кв. до 360 долл./унция, наша оценка) благодаря, как и ожидалось, увеличению объемов переработки руды и повышению содержания золота в породах. Рентабельность по EBITDA кв./кв. снизилась на 3 п.п. до 60%.

Денежная
себестоимость
сокращалась за счет
Олимпиады

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. сократился на 22% кв./кв. до 306 млн долл. в результате снижения цен на золото, а также инвестиций в оборотный капитал (20 млн долл. против высвобождения 13 млн долл. в 3 кв.). Существенный рост капвложений в 4 кв. (+2,5 раза) до 288 млн долл. связан с предоплатой 138 млн долл. за участие в аукционе по Сухому Логу (одному из крупнейших неразработанных золотых месторождений в мире). В феврале СП Полиуса и Ростеха получило лицензию на освоение этого месторождения, в течение

Затраты на Сухой Лог
будут
незначительными в
ближайшие 3-4 года

ближайших 3-4 лет будет проводиться ТЭО и доразведка месторождения, что подразумевает незначительные инвестиции.

Напомним, капзатраты в 2017 г. планируются на уровне 600-650 млн долл. (из них 300 млн долл. на Наталкинское месторождение, которое запланировано ввести к концу этого года), и, по нашим оценкам, могут быть профинансированы в основном из собственных средств компании (~764 млн долл. FCF за 2016 г.).

По нашим оценкам, в 1 кв. 2017 г. некоторое давление на рентабельность окажет укрепление рубля (пока на 6% кв./кв.), при этом снижение цен на золото на LME (-1%), скорее всего, будет нивелировано программой стабилизации выручки компании. В 2017 г. Полус ожидает, что объемы переработки руды на ключевом месторождении Олимпиада останутся на прежнем уровне при повышении содержания золота в породе, что поддержит результаты компании. Полус повысил производственный прогноз на 2017 г. с 2 млн унций до 2,075-2,125 млн унций и подтвердил, что к 2020 г. производство достигнет как минимум 2,7 млн унций (за счет Наталки).

Лучшей альтернативой бондам эмитента считаем суверенные бонды Russia 28

В настоящий момент бонды PGILLN 20 выглядят дорого, котируясь с YTM 3,67% без премии к ALSRU 20. Более длинные выпуски эмитента выглядят интереснее: PGILLN 22 и 23 предлагают доходности 4,74% и 5,02%, однако и риски для компании после 2020 г. возрастают в связи с началом освоения Сухого Лога (пока непонятен масштаб затрат, геологические риски). Учитывая риски снижения цен на золото (вследствие ужесточения политики ФРС) лучшей альтернативой в настоящий момент мы считаем суверенные бонды Russia 28 с YTM 4,35%, которые еще не полностью восстановились после коррекции в конце прошлого года и предлагают высокую текущую доходность 7,3% годовых.

Ирина Ализаровская

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

Денис Порывай

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

НОВАТЭК: может сравняться с Катаром по объему экспорта СПГ

Долговая нагрузка снизилась до 0,9x

Вчера НОВАТЭК (BVB-/Ba1/BVB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2016 г., которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. НОВАТЭК обеспечил значительный рост выручки (+9% г./г.) и EBITDA (+15% г./г.) за счет роста цен на нефть и увеличения маржинальности продаж жидких углеводородов. Более того, свободный денежный поток вырос на 53% г./г. В результате Чистый долг сократился на 32 млрд руб. до 168 млрд руб., а долговая нагрузка снизилась до 0,9x Чистый долг/EBITDA. На конец 2016 г. накопленные средства составили 48,3 млрд руб. (по сравнению с 27,5 млрд руб. в 3 кв. 2016 г.), что сопоставимо с краткосрочной задолженностью (55 млрд руб.).

В этом году НОВАТЭК намерен представить новую долгосрочную стратегию роста, которая будет включать развитие проектов по производству сжиженного природного газа (СПГ) для экспортных рынков. Для производства СПГ компания намерена использовать, в том числе, и ресурсы Газпрома (Тамбейские месторождения на Ямале), выкупив их или разрабатывая совместно. По словам предправления Л. Михельсона, ресурсы регионов присутствия компании позволяют производить более 78 млн т СПГ, что сопоставимо с годовыми объемами экспорта крупнейшего производителя СПГ - Катара (78 млн т в 2015 г.).

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	144,2	132,0	+9%	537,5	475,3	+13%
ЕБИТДА	47,7	41,4	+15%	186,8	160,1	+17%
Рентабельность по ЕБИТДА	33,0%	31,4%	+1,7 п.п.	34,8%	33,7%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	59,4	13,8	+4,3x	257,8	74,4	+3,5x
Чистая рентабельность	41,2%	10,5%	+30,7 п.п.	48,0%	15,7%	+32,3 п.п.
Операционный поток	57,3	45,9	+25%	173,8	132,9	+31%
Капвложения	-7,4	-13,3	-44%	-30,4	-57,6	-47%
Свободный поток	49,9	32,6	+53%	143,4	75,3	+90%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016			30 сент. 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	217			228		-5%
Краткосрочный долг	55			44		+25%
Долгосрочный долг	161			183		-12%
Чистый долг	168			200		-16%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,9x			1,1x		-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост добычи льготной нефти...

В 4 кв. 2016 г. объем реализации газа вырос на 4% г./г. до 18,4 млрд куб. м. Объем добычи жидких углеводородов повысился на 19% г./г. до 3 млн т, а продажи увеличились на 6% г./г. до 3,9 млн т. В 2016 г. основной рост добычи в сегменте жидких углеводородов был достигнут благодаря Ярудейскому месторождению (имеет налоговые льготы), которое было запущено в декабре 2015 г. Так, в 4 кв. объем продаж сырой нефти вырос в 2,5 раза до 1,15 млн т.

...увеличивает рентабельность

Рентабельность по ЕБИТДА в 4 кв. повысилась до 33% с 31,4% в 4 кв. 2015 г. Этому способствовало восстановление цен на нефть и увеличение продаж нефти с месторождений, которым предоставлены льготы. Операционные затраты (без учета амортизации и переоценок) увеличились лишь на 6,7% г./г. до 96,6 млрд руб., что также поддержало рентабельность. В итоге рост рентабельности способствовал значительному повышению операционного денежного потока до 57,3 млрд руб.

Мы нейтрально смотрим на евробонды НОВАТЭКа, которые сейчас котируются со спредом 0-10 б.п. к Газпрому. Лучшей альтернативой являются бумаги Russia 28 (однако в них есть существенный процентный риск, именно этот выпуск очень чувствителен к изменению конъюнктуры).

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

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

Макростатистика сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

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

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	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.