



22 марта 2017 г.

Мировые рынки

Надежда на реформы Д. Трампа сменилась разочарованием

По-видимому, надежды инвесторов на скорое исполнение обещаний Д. Трампа реализовать политику экономического роста (путем снижения корпоративных налогов, запуска инфраструктурных проектов, увеличения расходов на оборону) постепенно сходят на нет. Индекс S&P вчера упал на 1,2% (на 2,17% ниже максимума, достигнутого в ходе Трамп-ралли). Снижение аппетита к риску привело к падению доходностей 10-летних UST на 6 б.п. до YTM 2,4%, а ожидания по динамике ставки не изменились. Катализатором стала жесткая оппозиция в Конгрессе на инициативу Д. Трампа по замене программы Obamacare, что ставит под вопрос реализуемость других его инициатив. Завтра планируется голосование об ее отмене, негативный итог может усилить коррекцию. Напомним, что ожидания по снижению налогов позволяли игнорировать ужесточение риторики ФРС. Также коррекция наблюдалась на рынке нефти (котировки Brent потеряли 1 долл. до 50,6 долл./барр.), что стало реакцией на отчет API, свидетельствующий о росте коммерческих запасов нефти в США на 4,53 млн барр. за прошлую неделю, на фоне неуверенности ОПЕК в целесообразности продления фиксации добычи.

Экономика

Потребительский спрос получил остаточную поддержку от социальных расходов бюджета

Динамика оборота розничной торговли в феврале осталась примерно на уровне января (-2,6% г./г. против -2,3% г./г.). Улучшение наблюдалось лишь в непродовольственных товарах (-0,6% г./г. против -1,3% г./г.), падение в продовольственном сегменте ускорилось (-4,7% г./г. против -3,3% г./г.). Динамика платных услуг населению также ухудшилась (-3,0% г./г. против -2,2% г./г.). Поскольку в январе заметное улучшение было поддержано, в первую очередь, единовременной выплатой пенсионерам, мы не ожидали сохранения этих тенденций в феврале. В итоге, по нашим оценкам, падение потребительских расходов в реальном выражении в феврале усилилось: с -1,3% г./г. в январе до -2,7% г./г. В целом ухудшение выглядит достаточно умеренно, что, на наш взгляд, можно объяснить тем, что в январе не все средства единовременной выплаты были потрачены. Так, расходы бюджета на эти цели составили 222 млрд руб., тогда как за счет этого фактора номинальный объем потребительских расходов в январе (оборот розничной торговли+объем платных услуг), по нашим оценкам, вырос лишь на 130 млрд руб. Большая часть оставшихся средств (~80 млрд руб.), вероятно, была потрачена в феврале, что и сдержало более активное падение потребления. Отметим, что дополнительным фактором поддержки выступила индексация страховых пенсий (на 5,4%). В то же время стоит отметить, что на потребление негативно повлияло некоторое ухудшение фундаментальных факторов. Так, например, рост номинальных зарплат снизился впервые с ноября 2016 г. (6% г./г. в феврале против 8,2% г./г. в ноябре-январе), что даже в условиях дезинфляции не смогло сохранить рост реальных зарплат на уровне последних месяцев (1,3% г./г. против 2,7% г./г. за ноябрь-январь). Кроме того, по данным опроса ЦБ, потребительская уверенность ухудшилась, вернувшись к уровням конца 2016 г. (после роста в январе). В этой связи мы по-прежнему полагаем, что после завершения активной фазы исполнения соцрасходов бюджета восстановление потребления будет происходить более медленными темпами.

Рынок ОФЗ

Аукционы: покупка бумаг интересна лишь с премией, которой вновь может не быть

Сегодня Минфин вновь предлагает два классических выпуска: 9,5-летние ОФЗ 26219 и 2-летние ОФЗ 26216 на 27 млрд руб. и 13 млрд руб., соответственно. По-видимому, такой выбор обусловлен снижением доходностей, которое за неделю с предыдущего аукциона составило 5-10 б.п. до YTM 8,43% по 2-летним и YTM 8,1% по 10-летним ОФЗ (доходность 26207 опустилась ниже YTM 7,95%). Кроме того, на прошлых аукционах наблюдался ажиотажный спрос, который позволил реализовать даже дебютные 26221 без премии ко вторичному рынку, несмотря на коррекцию нефти и UST. Возможно, ажиотаж будет и сегодня (что не позволит купить бумаги с премией по доходности), чему могут способствовать спекуляции на тему решения ЦБ по ставке. Ряд участников скорректировали прогнозы в пользу снижения ставки на 25 б.п. после заявлений И. Дмитриева, посчитав их "прелюдией" к смягчению политики ЦБ. По нашему мнению, снижение ставки означало бы слишком резкое смягчение позиции в сравнении с заседанием в феврале. Остаются повышенными и инфляционные ожидания (в феврале они двигались в направлении, противоположном инфляции). Мы не ожидаем снижения ставки в пятницу и не рекомендуем покупать длинные ОФЗ, которые выглядят перекупленными. Но, как мы уже отмечали, наличие ажиотажного спроса, слабо зависящего от конъюнктуры внешних рынков, может воспрепятствовать возможной коррекции ОФЗ (короткие позиции являются рисковыми). Наш прогноз предполагает, что средняя ключевая ставка на следующие 24М составит 8,6% годовых, что выше доходности 2-летних бумаг. Таким образом, покупка бумаг со ставкой купона (RUONIA+) является более интересной альтернативой (мы рекомендуем 29011, 29006).

Рынок корпоративных облигаций

МТС: цифровая трансформация не снизит долг. См. стр. 2

МТС: цифровая трансформация не снизит долг

МТС (BB+/Ba1/BB+) опубликовала результаты за 4 кв. 2016 г. и представила обновленную стратегию, в рамках которой планирует трансформироваться из традиционного оператора связи в провайдера цифровых услуг. Ожидания руководства на 2017 г. вкпе с развитием событий на рынке позволяют надеяться на рост выручки и OIBDA, однако мы не рассчитываем на позитивную динамику долговой нагрузки из-за распределения львиной доли свободного денежного потока в пользу акционеров путем дивидендов и обратных выкупов акций.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.
Выручка	111 592	111 320	0%
OIBDA	41 788	43 418	-4%
Рентабельность по OIBDA	37,4%	39,0%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	12 519	7 850	+59%
Операционный поток	25 665	44 077	-42%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-29 043	-16 283	+78%
Капвложения	-25 741	-26 436	-3%
Финансовый поток	-13 340	-20 276	-34%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	284 320	276 900	+3%
Краткосрочный долг	47 207	59 200	-20%
Долгосрочный долг	237 113	217 700	+9%
Чистый долг*	265 850	240 411	+11%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,6x	1,4x	-

*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты под давлением экономической ситуации в СНГ

Консолидированная выручка МТС в 4 кв. 2016 г. выросла на 0,2% г./г., главным драйвером осталась розничная продажа телефонов и аксессуаров, но выручка от услуг мобильной связи также выросла на 0,3% г./г., в отличие от предыдущего квартала, когда было зафиксировано снижение, связанное с роуминговой активностью. Выручка в СНГ снизилась из-за сложной экономической ситуации, конкуренции и ослабления национальных валют, хотя украинское подразделение показало рост на 15% г./г. в гривнах благодаря внедрению 3G.

Консолидированная OIBDA сократилась на 4% г./г. также во многом из-за негативного рыночного эффекта в СНГ, OIBDA в России сократилась всего на 0,2% г./г., несмотря на рост доли низкомаржинального сегмента розничных продаж телефонов и аксессуаров. Рентабельность по OIBDA снизилась на 1,6 п.п. г./г. и составила 37,4%. Чистый долг вырос на 11% кв./кв. из-за традиционно высокого уровня капвложений в 4 кв. и выплаты дивидендов за 1П 2016 г. Соотношение Чистый долг/OIBDA составило 1,6x, а по определению МТС, которое помимо денежных средств включает в себя кратко- и долгосрочные вложения, а также валютное хеджирование, этот показатель был на уровне 1,3x.

Оптимистичные ожидания на 2017 г. не должны отразиться на долговой нагрузке

По итогам 2017 г. МТС ожидает динамику выручки и OIBDA в диапазоне от -2% до +2% г./г. в зависимости от сценариев развития рынка, в первую очередь - конкурентной ситуации. Компания также ожидает снижения капвложений до 80 млрд руб. Согласно дивидендной политике, МТС планирует выплачивать акционерам порядка 50-52 млрд руб. в год. Помимо этого в феврале МТС провела обратный выкуп акций на сумму 9,3 млрд руб. С учетом этих факторов можно ожидать долговой нагрузки на уровне 1,6x-1,7x на конец 2017 г., или 1,3x-1,4x по определению МТС.

В ходе презентации стратегии МТС вслед за конкурентами объявила о трансформации из телекоммуникационного оператора в провайдера цифровых услуг с основным фокусом на направления Big Data, финансовые услуги и интернет вещей. При этом развиваться в этом направлении МТС планирует самостоятельно, не прибегая к сделкам M&A, поскольку, по заявлениям менеджмента, обладает достаточной экспертизой в данных областях. К тому же, МТС намеревается поддерживать уровень качества сети и соблюдать баланс между традиционным и инновационным направлениями бизнеса.

Одной из главных проблем российского рынка сотовой связи является дистрибуция СИМ-карт, и МТС заявляет, что делает шаги в направлении нормализации этого сегмента рынка, к примеру, в 1 кв. 2017 г. компания сократила сеть салонов связи почти на 500 единиц и планирует дальнейшие сокращения с оглядкой на действия конкурентов. В качестве ориентира МТС видит снижение количества проданных СИМ-карт со 120 млн в год до 60 млн и сокращение собственной розничной сети примерно в два раза до 2700-2900 салонов, но, по мнению менеджмента, если количество салонов по рынку в целом сократится на 1000-2000 к концу 2017 г., это будет сигналом о правильном развитии рынка. По оценкам МТС, операторы теряют десятки миллиардов рублей в год на избыточной дистрибуции. К тому же, руководство МТС заявляет, что тарифное ценообразование также сильно зависит от дистрибуции, поэтому динамика выручки также может улучшиться с сокращением салонов связи.

Таким образом, учитывая недавние сообщения СМИ о возможном разделе Евросети и объединении со Связным, оптимистичный сценарий, при котором ожидается рост выручки и OIBDA на 2% г./г., представляется достаточно вероятным. Менеджмент МТС полагает, что инвестиции не должны расти, как минимум, до следующего технологического цикла (5G), который они ожидают не ранее 2020 г., однако, подходят к технологии достаточно прагматично и не планируют избыточных инвестиций, особенно, предварительных. Расследование коррупционного дела в Узбекистане и возможный штраф руководство МТС комментировать отказалось.

Спреды MOBTEL 20, 23 к суверенной кривой находятся вблизи минимумов. Лучшей альтернативой выпускам МТС мы считаем бумаги VIP-GTN 20, 23 (с YTM 4,3%/YTM 5,5%) которые имеют к ним премию 100-110 б.п. Находящиеся в обращении рублевые облигации МТС выглядят дорого. Сегодня закрывается книга заявок на покупку 4-летних рублевых 001P-02 в объеме 10 млрд руб. с ориентиром YTM 9,1-9,2%, что соответствует премии 100-110 б.п. к кривой доходностей госбумаг. По нашему мнению, новые бумаги МТС интересны для покупки с премией 100 б.п.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

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

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

Банковский сектор

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

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



#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

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