



27 апреля 2017 г.

Мировые рынки

Налоговый план Д. Трампа не внушил инвесторам оптимизм

План "по самым большим налоговым сокращениям в истории США" разочаровал инвесторов отсутствием деталей: если он будет нейтральным для дефицита бюджета, то не ясно, за счет каких статей это будет достигнуто, если предполагается его рост, то, скорее всего, это не одобрит Конгресс (простого большинства недостаточно). По мнению экспертов, максимум, что удастся осуществить, это временное (на 1-2 года) сокращение налога на прибыль корпораций (с 35% до 15%), что не окажет никакого влияния на экономику (бизнесу важны не временные, а постоянные факторы для принятия инвестиционных решений). Удержать американские индексы от коррекции позволило заявление Трампа о том, что США не будут выходить из NAFTA.

Экономика

Инфляция продолжает ускоряться

По данным Росстата, рост цен с 18 по 24 апреля составил 0,2% (0,1% неделей ранее). В годовом выражении инфляция, по нашим оценкам, составила 4,2% (4,25% на конец марта). Напомним, что Э. Набиуллина неделю назад оценивала ее на уровне 4,1% г./г. Главная причина ускорения - повышение темпов роста цен на плодоовощную продукцию. По нашим оценкам, в конце 2016 г. - начале 2017 г. именно слабый рост цен в этом сегменте внес основной вклад в снижение инфляции. Также мы отмечаем повышенные темпы роста цен на мясную и молочную продукцию (занимают 25% и 8% в продовольственной корзине). Мы уже упоминали, что одной из причин ускорения инфляции могут быть и протесты водителей против роста тарифов "Платон". Наши оценки на основе суточного роста цен указывают на высокие риски ускорения инфляции в апреле с 4,25% до 4,4-4,5% г./г. Последний раз рост инфляции г./г. наблюдался в июне 2016 г. С учетом некоторого ослабления рубля ускорение инфляции является поводом для осторожности на предстоящем заседании ЦБ 28 апреля. Однако мы считаем, что пока серьезных поводов для беспокойства у ЦБ нет, и, учитывая, что Э. Набиуллина уже дала сигнал о предстоящем снижении ставки, она все-таки будет снижена на 25 б.п.

Рынок ОФЗ

Размещения прошли без ажиотажа

На вчерашних аукционах на ОФЗ, предложенные в объеме 45 млрд руб., спрос составил 101 млрд руб., но размещения прошли без ажиотажа: отсечки, соответственно, по УТМ 8,1% и УТМ 7,85% по 16-летним 26221 и 6-летним 26220, т.е. на уровне вторичного рынка (на нем вчера наблюдалась негативная ценовая динамика, в частности, 26221 подешевел на 0,5 п.п.). Некоторое ухудшение конъюнктуры рынка ОФЗ могло быть обусловлено ослаблением рубля (вчера с 56,2 руб. до 57 руб.), а также публикацией данных по инфляции, которые уменьшают вероятность снижения ставки на 50 б.п. Кстати говоря, согласно опросу Tradition, лишь 26 из 73 опрошенных трейдеров ожидают снижение на 50 б.п. (остальные - на 25 б.п.). Мы считаем, что 26221 привлекательны для покупки, но на горизонте 6-9М мы не ждем, что их текущая доходность окажется выше, чем у 29006 или у позиции в долларах (с большой вероятностью доллар превысит 60 руб.).

Рынок корпоративных облигаций

Мечел: ожидаемое улучшение результатов, но долговая нагрузка по-прежнему высока

Мечел опубликовал результаты по МСФО за 4 кв. 2016 г. Ожидаемо, они существенно улучшились из-за резкого роста цен на уголь (сокращение добычи в Китае и перебои поставок из Австралии), при этом компания перенаправляет объемы на более прибыльные азиатские рынки. Внешние отгрузки концентрата коксующегося угля выросли на 18% кв./кв., доля экспорта достигла 90%. Выручка сырьевого дивизиона возросла на 49% кв./кв., EBITDA - на 88% кв./кв., рентабельность - на 12 п.п. до 46%. Стальной дивизион показал более скромные результаты из-за резкого роста цен на сырье на фоне более медленного повышения цен на сталь: выручка +3% кв./кв., EBITDA +16% кв./кв., рентабельность практически не изменилась - 16%. В целом за 4 кв. общая EBITDA повысилась на 55% кв./кв., рентабельность - на 7 п.п. до 31% (выше, чем у Евраз (+3 п.п. за 2П 2016 г.) и на уровне лучших показателей отрасли). EBITDA по итогам года (66,2 млрд руб.) покрывает процентные платежи (54,2 млрд руб., из них штрафы/пени 6 млрд руб.). Но Чистый долг по-прежнему остается высоким (455 млрд руб.), а его отношение к LTM EBITDA - 6,9x, по нашим оценкам. В 2017 г. капвложения запланированы на 12,5 млрд руб. (т.е. нормализуются до уровня 2014 г., в 2015-2016 гг. они составляли всего ~5 млрд руб. в год из-за ограниченных финансовых ресурсов) и будут направлены на замену техники на Эльге и на реконструкцию/ремонт. Мы полагаем, что они могут быть профинансированы из операционного потока, но прежде нужно получить одобрение кредиторов (по условиям реструктуризации). Реструктурированные Мечел-17, 18, 19 торгуются на уровне 88% от номинала (УТМ 19% @ май 2021 г.), что предполагает уверенность, что эмитент исполнит обязательства (это подкрепляется пока благоприятной конъюнктурой угольного рынка).

НОВАТЭК: сильные результаты, но настораживает снижение добычи. См. стр. 2

НОВАТЭК: сильные результаты, но настораживает снижение добычи

Чистый долг/ЕБИТДА снизился до 0,6х

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Ba1/BBB-) представил финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Выручка увеличилась на 11% г./г. (+7% кв./кв.), ЕБИТДА - на 7% г./г. (+13% кв./кв.), свободный денежный поток остается на высоких уровнях (44,8 млрд руб.). За счет этого компания сократила общий долг на 17% кв./кв. до 179 млрд руб. В результате долговая нагрузка снизилась с 0,9х до 0,6х Чистый долг/ЕБИТДА. Более того, на счетах накоплено 64,9 млрд руб., что полностью покрывает краткосрочную задолженность в объеме 36 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.
Выручка	154 628	139 351	+11%	154 628	144 250	+7%
ЕБИТДА	53 752	50 178	+7%	53 752	47 660	+13%
Рентабельность по ЕБИТДА	34,8%	36,0%	-1,2 п.п.	34,8%	33,0%	+1,8 п.п.
Чистая прибыль	71 018	115 917	-39%	71 018	59 450	+19%
Чистая рентабельность	45,9%	83,2%	-37,3 п.п.	45,9%	41,2%	+4,7 п.п.
Операционный денежный поток	48 842	54 424	-10%	48 842	57 283	-15%
Капвложения	-4 056	-8 067	-50%	-4 056	-7 372	-45%
Свободный денежный поток	44 786	46 357	-3%	44 786	49 911	-10%

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 декабря 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	179 390	216 765	-17%
Краткосрочный долг	35 670	55 469	-36%
Долгосрочный долг	143 720	161 296	-11%
Чистый долг	114 413	168 464	-32%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,6х	0,9х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Неожиданно резкое снижение добычи, вероятно, связано с падением капвложений

Беспокойство вызывают относительно слабые производственные показатели. В 1 кв. 2017 г. суммарная добыча газа сократилась на 8,8% г./г. до 15,7 млрд куб. м, добыча жидких углеводородов упала на 7,5% г./г. до 2,97 млн тонн. Падение добычи обусловлено ее снижением на зрелых месторождениях: главным образом, на Юрхаровском (-12,5% г./г. газа; -19,2% г./г. конденсата), Восточно-Таркосалинском (-13,5% г./г. газа; -8,4% г./г. конденсата) и Ханчейском (-8,1% г./г. газа; -16,9% г./г. конденсата). Вероятно, столь значительное падение связано, в том числе, с сокращением капитальных вложений в два раза до 4 млрд руб.

Не исключено, что компания намеренно пошла на сокращение добычи газа, так как собственные объемы были замещены дополнительными закупками газа у совместных предприятий (возросли почти в два раза г./г. до 5,3 млрд куб. м). В результате объем реализации газа был даже увеличен на 5,5% г./г. до 18,75 млрд куб. м.

Мы рассчитываем получить детальные разъяснения ситуации на телеконференции по результатам 1 кв. 2017 г., которая будет проведена сегодня.

Рентабельность остается на высоких уровнях, несмотря на падение добычи

Несмотря на сокращение добычи, операционная рентабельность по ЕБИТДА остается на высоких уровнях (34,8% в 1 кв. 2017 г. против 36% в 1 кв. 2016 г.), чему способствовало восстановление цен на нефть. Чистая экспортная цена конденсата выросла на 47% г./г., сырой нефти - на 42% г./г., сжиженного газа - на 22% г./г. Операционные затраты (без учета амортизации и переоценок) увеличились лишь 13% г./г. до 100,8 млрд руб. по большей части из-за роста расходов на закупки (+41% г./г. до 42 млрд руб.). Стоит отметить, что коммерческие затраты сократились на 5,6% г./г. до 4 млрд руб.

Пока падение добычи существенно не мешает НОВАТЭКу генерировать значительный денежный поток, за счет которого будет финансироваться новая стратегия развития. В первую очередь компания сосредоточится на развитии экспортного направления сжиженного

27 апреля 2017 г.

природного газа (СПГ). Уже в этом году планируются небольшие инвестиции в проект Арктик СПГ-2, а финальное инвестиционное решение может быть принято уже в 2018 г. Не исключено, что НОВАТЭК и Газпром будут совместно разрабатывать некоторые СПГ-проекты в регионе присутствия НОВАТЭКа. В целом, по словам предправления компании Л. Михельсона, ресурсная база позволяет производить 78 млн тонн СПГ.

Мы нейтрально смотрим на евробонды НОВАТЭКа, которые сейчас котируются со спредом 0-10 б.п. к Газпрому. Лучшей альтернативой являются бумаги Russia 28.

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

Росстат "вывел" экономику России из рецессии

Потребительский спрос получил остаточную поддержку от социальных расходов бюджета

Календарный фактор и эффект базы тормозили рост промышленности в феврале

Рынок облигаций

Участники перестали видеть различия между 1-м и 2-м эшелонами

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

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

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Инфляция

Ускоренная дезинфляция вряд ли "соблазнит" ЦБ

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий не добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Решение ЦБ: больше осторожных снижений ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

"Фискальная девальвация": вопрос времени

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

Февральский запас валютной ликвидности может растянуть к лету

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

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
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	ТКС Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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.