



28 августа 2017 г.

## Мировые рынки

### Евро укрепился на фоне заявлений в Джексон-Хоул

Выступление Дж. Йеллен на завершившемся на прошлой неделе симпозиуме в Джексон-Хоуле не принесло новой информации относительно состояния американской экономики и влияния замедлившейся инфляции на монетарную политику ФРС. Вместо этого глава ФРС уделила много времени вопросам, связанным с регулированием финансовой системы, жесткость которого, по ее мнению, позволила избежать более глубокого кризиса. Отметим, что Д. Трамп, напротив, планирует ослабить регулирование, считая его сдерживающим фактором для экономики. Срок полномочий Дж. Йеллен истекает в конце января следующего года, участники рынка не ожидают ее переназначения (смена главы ФРС является еще одним фактором неопределенности). Доходность 10-летних UST опустилась на 3 б.п. до YTM 2,167%, свидетельствуя о падении аппетита к риску. Несмотря на наличие дискуссии в ЕЦБ относительно рисков для экономики, связанных с сильным укреплением евро (об этом свидетельствует протокол с последнего заседания), М. Драги воздержался от комментариев, что было расценено участниками рынка как сигнал для продолжения игры на повышение евро, который укрепился с 1,175 долл. до 1,1925 долл. (максимум с начала 2015 г.) Учитывая состояние экономики еврозоны, участники рынка не исключают, что ЕЦБ приступит к сворачиванию стимулов раньше, чем ФРС. Кроме того, в пользу сильного евро выступает огромный торговый дисбаланс между США и еврозоной.

## Рынок корпоративных облигаций

### Транснефть: долг держится на низком уровне. См. стр. 2

### РУСАЛ: рефинансирование долга позволило платить дивиденды

РУСАЛ (-/Ba3/B+) опубликовал в целом смешанные финансовые результаты за 2 кв. 2017 г. по МСФО. С одной стороны, рост цен (+3%) и премий (+14%, увеличение доли продукции с добавленной стоимостью) на алюминий, а также объемов продаж (+2%) обеспечили повышение выручки на 7% кв./кв. до 2,5 млрд долл. С другой стороны, опережающий рост транспортных расходов (+26%, увеличение тарифов), затрат на консультационные и юридические услуги (в 2 раза) и прочих издержек (+74%, в связи с выплатой по иску шведского поставщика э/энергии) привели к росту EBITDA всего на 7% кв./кв. до 510 млн долл. и сохранению рентабельности на уровне 1 кв. - 20,7%. Компания ожидает дальнейший рост цен на алюминий в связи с закрытием нелегальных мощностей в Китае (около 4 млн т остановлено в июне-августе) и производств в этой стране в зимние месяцы из-за экологических требований (до 1,2 млн т, постоянная остановка/перезапуск которых достаточно затратен). Увеличение операционного денежного потока на 65% кв./кв. было обеспечено снижением почти вдвое инвестиций в оборотный капитал, и его достаточно для капложений. За 1П было выполнено около 50% от годового плана инвестиций (650 млн долл.). Ковенантный Чистый долг/EBITDA по евробондам (рассчитывается с учетом в EBITDA полученных дивидендов от НорНикеля) во 2 кв. снизился до 3,1x с 3,2x. Основным событием 2 кв. стало рефинансирование PXF, в связи с чем отменяется механизм cash-sweep (в том числе теперь РУСАЛу не нужно получать разрешение на выплату дивидендов у кредиторов), также изменился подход к расчету долговой нагрузки по новому PXF и другим кредитным линиям, которая рассчитывается как отношение чистого долга минус долг, обеспеченный акциями НорНикеля (4,7 млрд долл. на 30 июня 2017 г.), к EBITDA (не включая дивиденды от НорНикеля), этот коэффициент на конец 1П 2017 г. составил 1,7x. Дивидендная политика компании теперь предполагает ежеквартальную (фактически со 2 кв. 2018 г.) выплату дивидендов, при этом годовой размер выплат не должен превышать 15% ковенантной EBITDA (включающей дивиденды от НорНикеля). Компания объявила о выплате промежуточных дивидендов за 2017 г. в объеме 299,3 млн долл. При этом снижение дивидендных выплат от НорНикеля (в связи с ростом долговой нагрузки последнего), по данным компании, не повлияет на ковенантную EBITDA за счет сильных показателей самого РУСАЛа от алюминиевого бизнеса. Также среди основных положительных моментов отметим работу компании по рефинансированию долга: после отчетной даты, на 23 августа накопленные денежные средства составляют 0,9 млрд долл. (0,4 млрд долл. на конец 1П), в 2017 г. необходимо погасить лишь 0,3 млрд долл. (ранее - 0,5 млрд долл.), в 2018 г. - также 0,3 млрд долл. (ранее - 1,3 млрд долл.), погашения в 2019 г. снижены вдвое до 0,7 млрд долл., в 2020 г. - с 2,9 до 1,7 млрд долл. Выпуски RUALRU 22, 23 (YTM 4,83% и 4,97%, соответственно) справедливо оценены, котируются на одном уровне с бондами Евраз.

## Транснефть: долг держится на низком уровне

### Прибыль упала из-за переоценки собственных акций

В прошлую пятницу Транснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2017 г., которые мы оцениваем нейтрально. Так, выручка не изменилась кв./кв., показатель EBITDA снизился на 4% кв./кв., главным образом, из-за сезонного роста операционных затрат (в т.ч. расходов на оплату труда, ремонт и прочих операционных расходов). Резко сократилась чистая прибыль (-57% кв./кв.) из-за неденежного убытка по переоценки собственных акций на балансе фонда Газпромбанк-Финансовый. В то же время операционный денежный поток сократился на 63% кв./кв., в первую очередь, из-за резкого роста оборотного капитала, отрицательный эффект от которого может быть частично нивелирован во 2П. В результате свободный денежный поток ушел в отрицательную зону (-42,6 млрд руб.). При этом капитальные вложения выросли всего на 5% кв./кв. Чистый Долг/EBITDA почти не изменился за квартал (0,9x).

### Долговая нагрузка остается на низком уровне

На конец 2 кв. на счетах Транснефти было около 340 млрд руб., что превышает объем краткосрочной задолженности в несколько раз (89,3 млрд руб.). В целом, мы считаем, что в 2017 г. Транснефти не потребуется внешнее финансирование для покрытия инвестиционной программы (по нашим оценкам, ~317 млрд руб.), дивидендных выплат (58 млрд руб., включая промежуточные 27,6 млрд руб. за 1П 2017 г.) и погашение краткосрочной задолженности. Тем не менее, в июле компания привлекла 50 млрд руб. до 2025 г. под 8,2% годовых на пополнение оборотных средств и погашение части обязательств. Средства могут быть, по нашему мнению, направлены на погашение части китайского валютного долга, что не должно изменить долговую нагрузку.

### 28 млрд руб. из потраченных на выкуп собственных акций вернулись в компанию

Стоит отметить, что во 2 кв. Транснефть продала часть пакета в паевом фонде Газпромбанк-Финансовый, который в марте приобрел пакет привилегированных акций Транснефти у УСР. Таким образом, из выделенных ранее на покупку собственных акций 60 млрд руб., Транснефть уже вернула 28,3 млрд руб. Вероятно, пакет был частично перепродан другим фондам, включая НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления.

### Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2017	1 кв. 2017	изм.	1П 2017	1П 2016	изм.
Выручка	219 179	219 071	0%	438 250	417 406	5%
EBITDA	105 311	110 167	-4%	215 478	207 451	4%
Рентабельность по EBITDA	48,0%	50,3%	-2,2 п.п.	49,2%	49,7%	-0,5 п.п.
Рентабельность по EBITDA*	55,7%	60,2%	-4,5 п.п.	57,9%	58,4%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	34 372	79 507	-57%	113 879	134 521	-15%
Чистая рентабельность	15,7%	36,3%	-20,6 п.п.	26,0%	32,2%	-6,2 п.п.
Операционный денежный поток	35 263	95 973	-63%	131 236	117 882	11%
Капвложения	-77 879	-74 488	5%	-152 367	-153 844	-1%
Свободный денежный поток	-42 616	21 485	-298%	-21 131	-35 962	-41%
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2017			31 марта 2017		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	715 036			669 657		7%
Краткосрочный долг	89 346			82 576		8%
Долгосрочный долг	625 690			587 081		7%
Чистый долг	375 475			357 173		5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,90x			0,87x		-

\*без учета операций по реализации сырой нефти в Китай

\*\*EBITDA за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Сезонное снижение расходов поддержало рентабельность

Рентабельность по EBITDA (без учета операций по продаже сырой нефти в Китай) снизилась до 55,7% с 60,2% в 1 кв. 2017 г., что было вызвано сезонным повышением кв./кв. расходов на оплату труда (в т.ч. социальные взносы) с 32,5 млрд руб. до 35,8 млрд руб., расходов на ремонт и поддержание трубопроводной сети с 2,3 млрд руб. до 3,8 млрд руб. и прочих операционных расходов (включающие расходы на услуги связи, расходы по аренде, транспортные расходы, командировочные расходы, штрафы и т.д.) с 5,6 млрд руб. до 12 млрд руб.

28 августа 2017 г.

**Суд встал на сторону  
Сбербанка в споре на  
67 млрд руб.**

Из новостей стоит упомянуть, что Транснефть пока не может вернуть себе 67 млрд руб. выплаченных Сбербанку по контрактам, хеджировавшим компанию против укрепления рубля в обмен на снижение стоимости долгового обслуживания. В прошлую среду апелляционный суд встал на сторону Сбербанка в споре по этому делу. Соответственно, июньское судебное решение о взыскании со Сбербанка убытков по деривативам было аннулировано. Тем не менее, Транснефть собирается обжаловать данное решение.

Лучшей альтернативой евробондам TNEFT 18 YTM 2,5% является выпуск GAZPRU 19 (YTM 2,93%), который котируется с премией 25-30 б.п. Также нам нравится выпуск GAZPRU 18E (@4,625%) в евро с долларовой YTM 2,9%.

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

**Сергей Гарамита**  
sergey.garamita@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900 (1836)

**Денис Порывай**  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Потребление уступило место инвестициям

Промышленность «пробуксовывает» второй месяц подряд

Экономика "разгорячилась" на аномальной погоде

Реальные доходы прекратили падение, поддерживая восстановление потребительского спроса

### Рынок облигаций

Размещение КОБР: банки сохраняют консерватизм в управлении ликвидностью

Обмен евробондов РФ может оказать давление на длинные выпуски

ЦБ РФ скоро выпустит КОБР, несмотря на отсутствие устойчивого профицита ликвидности

В июне нерезиденты выступили чистыми продавцами ОФЗ

### Валютный рынок

Платежный баланс: в июле снова минус

В августе Минфин купит валюту на ~785 млн долл. после почти нулевых покупок в июле

Избыток валютной ликвидности сохраняется, несмотря на ухудшение сальдо текущего счета

Платежный баланс в июне ушел в минус (негативно для рубля)

### Инфляция

Цены снижаются третью неделю подряд

Инфляционный «маятник» качнулся в противоположную сторону

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ сохранил ставку, лишь незначительно поменяв июньскую риторику

Консерватизм ЦБ говорит в пользу более медленного снижения ставки

### Денежный рынок

Снижение RUONIA ниже ключевой ставки — смягчение кредитных условий?

Корпорации получили прямой доступ на денежный рынок через НКЦ

### Бюджетная политика

В июле ослабление рубля вывело бюджет в профицит

Минфин: новое бюджетное правило учтет текущие недостатки

Минфин сохраняет стабильно низкий дефицит бюджета

### Банковский сектор

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию

Банк ФК Открытие обусловил резкий рост задолженности перед ЦБ РФ



# #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

VEON	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	Тинькофф 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

### 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.