



11 ноября 2016 г.

Мировые рынки

Долларовые ставки все выше, на развивающихся рынках распродажа

На ожиданиях увеличения бюджетного дефицита США (из-за наращивания госрасходов и снижения налоговой нагрузки на бизнес) в условиях полной занятости в экономике (или на пике экономического цикла) доходность 10-летних UST продолжила стремительный рост, прибавив еще 10 б.п. до УТМ 2,15% (+30 б.п. с начала недели). Это обусловлено как предполагаемым возникновением инфляционных рисков, так и существенным повышением первичного предложения госбумаг США. В таких условиях естественным выглядят укрепление доллара к основным мировым валютам (индекс DXY достиг локального максимума) и отток капитала с развивающихся рынков (так, бонды Russia 42, 43 вчера потеряли еще 2 п.п., дешевеют и ОФЗ). В выигрыше оказываются лишь американские компании, имеющие прибыль и низкий долг (они не пострадают от роста стоимости заимствований и увеличат прибыль за счет снижения налогов). Также лучше рынка выглядят акции компаний, связанных с реализацией возможных инфраструктурных проектов в США. При прочих равных, такая ситуация оказала бы поддержку нефти, но предвыборные планы Д. Трампа предполагали и снижение зависимости от ее импорта (=наращивание собственной добычи). Это, в частности, может воспрепятствовать достижению договоренности стран-производителей ограничить добычу (30 ноября). По нашему мнению, в среднесрочной перспективе ключевым является вопрос, смогут ли бюджетные стимулы перевесить негатив от повышения долларовых ставок, учитывая долговую нагрузку как домохозяйств, так и компаний (~27,3 трлн долл.), которая выглядит высокой в сравнении с валовым национальным доходом (~16 трлн долл.), с учетом его низкого роста.

Валютный и денежный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Ростелеком: снижение прогноза может и не привести к росту долговой нагрузки

Ростелеком (BB+/-/BBB-) вчера опубликовал результаты за 3 кв. 2016 г., продемонстрировав рост выручки на 0,4% г./г., снижение OIBDA на 0,6% г./г. и рост чистой прибыли в два раза из-за снижения амортизационных начислений в результате пересмотра сроков полезного использования основных средств. Годовой прогноз по росту выручки был снижен с 1-2% г./г. до «в пределах 1% г./г.», а прогноз OIBDA – с «на уровне прошлого года» до снижения на 4-6% г./г., что объясняется сокращением госфинансирования проекта УЦН. Свободный поток за 9М 2016 г. оказался отрицательным (-2,3 млрд. руб.), что вызывает вопросы относительно возможности выплаты дивидендов согласно дивидендной политике (по ней компания намерена платить не меньше, чем годом ранее, и в сумме заплатить 45 млрд руб. в 2016-2018 гг.). Во многом отрицательный поток вызван ростом оборотного капитала, в первую очередь, дебиторской задолженности (по словам менеджмента, должна снизиться к концу года за счет поступлений от заказчиков). Помимо этого, в 4 кв. не ожидается значительного роста капвложений: их основной объем осуществлен в 1П. Также возможна продажа/аренда части недвижимости, которую Ростелеком отложил на конец года из-за нестабильности рынка в 1П. Чистый долг/OIBDA немного вырос (до 1,94x). Тем не менее, при условии снижения оборотного капитала к концу года, долговая нагрузка может немного снизиться, даже несмотря на снижение OIBDA, но все равно останется примерно на уровне 1,9x. Рублевые облигации выглядят дорого: выпуск 1P1R котируется с УТР 9,4% @ сент. 2019 г., что соответствует крайне низкой премии к ОФЗ (50 б.п.). Лучшей альтернативой являются ОФЗ 29011.

Еврохим: долговая нагрузка приближается к 3,0x

Компания EuroChem Group AG (BB-/BB) опубликовала нейтральные результаты за 3 кв. 2016 г., продемонстрировав улучшение всех ключевых финансовых показателей кв./кв., несмотря на продолжившееся падение цен, за счет роста объемов продаж в фосфатном сегменте. Так, цены на азотные удобрения упали на 5-24% кв./кв., а на фосфатные – на 1% кв./кв., при этом объемы продаж первых выросли на 2% до 2,26 млн т, а вторых – на 33% кв./кв. на фоне восстановления загрузки мощностей после остановок во 2 кв. В результате выручка увеличилась на 4% кв./кв. до 1 054 млн долл., а EBITDA – на 14% кв./кв. до 230 млн долл. Чистый операционный поток возрос на 25% кв./кв. до 305 млн долл. за счет роста рентабельности и снижения оборотного капитала, но его не хватило для покрытия сезонно высоких капзатрат (357 млн долл.). Чистый долг без учета проектного финансирования (0,4 млрд долл.) вырос на 2% кв./кв. до 3,4 млрд долл., или 2,8x LTM EBITDA против 2,4x во 2 кв. 2016 г. на фоне падения EBITDA. С учетом прогноза компании по EBITDA (1,1 млрд долл.), показатель в 4 кв. должен составить ~280 млн долл., что выглядит достаточно оптимистично на фоне низкого сезона. Но даже при достижении такого уровня прибыли, Чистый долг может достичь 3,0x LTM EBITDA. Бонды Еврохима предлагают одну из самых низких доходностей в российском 2-го эшелоне. В условиях повышения долларовых ставок мы ожидаем коррекцию и в российских бумагах: расширение спредов (сейчас спред EUCHEM 20 - Russia 20 100 б.п.) и увеличение наклона кривой.

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

Согласно опубликованной вчера ЦБ РФ оценке, сальдо счета текущих операций в октябре осталось вблизи нулевого значения (+0,4 млрд долл.), снизившись в сравнении с предшествующим месяцем (+0,8 млрд долл.), несмотря на заметное восстановление цен на нефть (с 47,2 долл. до 51,5 долл. за барр. Brent). Исходя из нашей модели, сальдо в октябре должно быть выше и составить +1 млрд долл. По-видимому в октябре был более высокий, чем мы предполагали, импорт услуг (поездки), а также импорт товаров, чему способствовало укрепление рубля.

В октябре частным сектором было вывезено всего 0,7 млрд долл. (в сентябре - 3,2 млрд долл.). При цене на нефть в диапазоне 45-47 долл./барр. Brent, по нашей оценке, сальдо счета текущих операций в оставшиеся 2 месяца этого года составит всего 1,9 млрд долл., чего не достаточно для покрытия платежей по внешнему долгу (в декабре, согласно данным ЦБ РФ, предстоит погасить 13,4 млрд долл.), даже если большая часть (60-70%) будет пролонгирована/рефинансирована на внешнем рынке. При этом не в пользу высокого уровня рефинансирования выступает наблюдающееся повышение доходностей UST (на ожиданиях более жесткой монетарной политики ФРС). Кроме того, повышение долларовых ставок увеличивает спрос резидентов на иностранные активы.

Текущая низкая чувствительность рубля к нефти, несмотря на низкое сальдо счета текущих операций, может быть в том числе связана с возможной продажей валюты со стороны Роснефти для аккумуляции рублей для предстоящих расчетов по "автоприватизации" (в бюджет должны поступить рубли). Как следствие, в декабре, когда произойдет сделка и предстоит пройти пик выплат по внешнему долгу, вероятно ослабление рубля (рост рублевых цен на нефть с текущего локального минимума 2 986 руб. до 3 295 руб. за барр. Brent).

Кстати говоря, вчера ослабление рубля составило 1,4 руб. (до >65,2 руб./долл.), при этом нефть подешевела всего на 0,6 долл./барр. (до 47,75 долл./барр.), что свидетельствует о повышении чувствительности рубля к нефти из-за ухудшения внешнего фона (оттока капитала с развивающихся рынков).

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

Макростатистика августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Рост промышленности оживился в августе, но до +1% к концу года не дотягивает

Падение ВВП в июле не показало признаков ускорения

Рынок облигаций

"Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

ВТБ придумал экзотический способ для привлечения коротких рублей

Инверсия кривой вновь возросла

Банковский сектор

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Инфляция

Инфляция на нуле, в тренде на снижение к 6%+ до конца года

Инфляция в августе "нырнула" ниже 7%

Монетарная политика ЦБ

Банк России снизил ключевую ставку до уровня в 10,0%, но ужесточил риторику

Ликвидность

Рост профицита ликвидности беспокоит ЦБ

После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

Валютный рынок

Повышение ФОР по валюте начинает сказываться на рынке

Платежный баланс: ввоз капитала компенсирует отрицательное сальдо счета текущих операций

Рубль слабо реагирует на восстановление нефти. Оправдано повышение рублевой цены на нефть

Бюджетная политика

Дефицит бюджета практически перестал расти, но это временное явление



#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

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
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
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.