



28 апреля 2017 г.

Мировые рынки

На рынках затишье

На финансовых рынках затишье на всех фронтах: инвесторы игнорируют риск приостановки финансирования правительства США в конце этой недели. Фундаментальных причин для роста финансовых рынков пока не наблюдается (представленный Д. Трампом "набросок" желаемых налоговых изменений не вызвал энтузиазма), что повышает вероятность коррекции рынков в мае на техническом факторе "sell in May and go away" (хотя отметим, что в мае прошлого года обошлось без распродаж).

Банковская система

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов

Согласно опубликованному ЦБ обзору банковского сектора, в марте была получена прибыль в размере 126,5 млрд руб., с начала года - 339 млрд руб., что соответствует ROE 15,8% (на основе балансового капитала), при этом 45% пришлось на Сбербанк. На создание резервов на возможные потери было направлено ~50 млрд руб. (против 93 млрд руб. в январе), тогда как просрочка возросла на 112,5 млрд руб. (т.е. улучшение качества кредитов, наблюдавшееся в конце прошлого года, оказалось временным). Таким образом, при текущем низком спросе на кредиты в этом году отсутствует потенциал для роста прибыльности >1,2 трлн руб.

В валютной части баланса произошло высвобождение средств из кредитного портфеля (2 млрд долл.), при этом одновременно, как и в предшествующем месяце, увеличился объем средств, размещаемых на МБК и в финансовых организациях (2,1 млрд долл.), что, по-видимому, обусловлено необходимостью выполнения нормативов Н6, Н25.1 на кредитование группы заемщиков как связанных между собой, так и с банком. Таким образом, объем валютного кредитования не изменился. Учитывая, что с клиентских счетов ушло 1,6 млрд долл. (1,1 млрд долл. с расчетных счетов), в целом в результате кредитно-депозитных операций произошел отток валюты из системы. Несмотря на это, банки направили на погашение валютного РЕПО перед ЦБ 0,8 млрд долл. За счет продажи евробондов из портфеля на 1,3 млрд долл., а также повышения ОВП на балансе (т.е. часть рублевых обязательств была направлена на увеличение валютной позиции, по нашим оценкам, в размере 4 млрд долл.), объем высоколиквидных валютных активов возрос на 2,7 млрд долл. и теперь, по нашим оценкам, составляет 11,1 млрд долл. Этого запаса достаточно, чтобы компенсировать отрицательное сальдо счета текущих операций летом. Как следствие, уменьшается вероятность заметного всплеска стоимости валютной ликвидности в ближайшие месяцы.

В рублевой части баланса существенных изменений не произошло: на счета клиентов (без учета Минфина) пришло всего лишь 63 млрд руб. (против 512 млрд руб. в феврале), в долговые ценные бумаги и кредитование было направлено всего 112 млрд руб. Таким образом, увеличивать долг перед Минфином на 120 млрд руб. в целом по системе не было необходимости (возможно, это обусловлено дефицитом рублевой ликвидности, который все еще наблюдается в некоторых крупных банках).

Рынок корпоративных облигаций

НЛМК: поддержка зарубежных активов пришлось к стати. См. стр. 2

Газпром: оптимизирует капвложения в пользу свободного денежного потока. См. стр. 3

X5 Retail Group: укрепляет позиции на рынке, демонстрируя сильные результаты

Вчера X5 Retail Group (BB/Ba2/BB) опубликовала сильные операционные и финансовые результаты за 1 кв. 2017 г.: выручка выросла на 26,5% г./г., валовая рентабельность снизилась на 0,17 п.п. г./г. до 24,1%, но операционная рентабельность осталась на уровне 4,9%. Компания объясняет снижение валовой маржи повышением доли недавно запущенных магазинов, находящихся в фазе раскрутки, ростом доли формата дискаунтер (~79% продаж в 1 кв. 2017 г.), а также повышением доли регионального бизнеса. Долговая нагрузка на конец марта сохранилась на комфортном уровне 1,9x Чистый долг/EBITDA. Весь долг номинирован в рублях, доля краткосрочного долга составила 30% от общего портфеля. X5 воздерживается от предоставления финансового прогноза на 2017 г., однако подтверждает долгосрочную цель нарастить долю рынка с текущих 8% до 15% к 2020 г. В 2017 г. компания намерена открыть более 2000 магазинов. Предварительные итоги продаж за апрель, по словам менеджмента, указывают на сохранение сильной динамики продаж, несмотря на слабый покупательский спрос. Недавно размещенные 3-летние рублевые евробонды X5 котируются с YTM 9,25%, что соответствует премии 124 б.п. к кривой ОФЗ, для сравнения - локальные выпуски эмитента имеют премию 100 б.п. Инвесторам, готовым принимать более высокий риск, мы рекомендуем к покупке недавно размещенные 4-летние облигации O'Кей 001P-01 с YTM 9,9% (195 б.п. + ОФЗ).

НЛМК: поддержка зарубежных активов пришлась кстати

Улучшение результатов за счет цен и рынков ЕС и США

НЛМК (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. по МСФО, улучшение которых было обеспечено в первую очередь ростом цен на металлопродукцию (начиная с конца 4 кв.), улучшением структуры продаж (сокращение продаж сортового проката) и конъюнктуры на рынках США и ЕС, в то время как продажи в РФ падали (как и у других российских металлургов), а запасы росли.

Высокий уровень кредитной устойчивости

Выручка повысилась на 10% кв./кв., EBITDA - на 19% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 2,3 п.п. до 28,7%. С точки зрения кредитного профиля компания по-прежнему демонстрирует высокий уровень устойчивости: долговая нагрузка остается низкой - 0,4x Чистый долг/EBITDA, краткосрочный долг составил 872 млн долл., при этом весь долг компании (2,3 млрд долл.) на 115% покрывается денежными средствами (610 млн долл.), депозитами (796 млн долл.) и доступными кредитными линиями (1,3 млрд долл.).

Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	2 156	1 965	+10%	2 156	1 577	+37%
EBITDA	618	518	+19%	618	290	+2,1x
Рентабельность по EBITDA	28,7%	26,4%	+2,3 п.п.	28,7%	18,4%	+10,3 п.п.
Чистая прибыль	322	309	+4%	322	56	+5,8x
Операционный поток	310	392	-21%	310	421	-26%
Инвестиционный поток, в т.ч.	14	41	-66%	14	-9	-
Капвложения	-96	-175	-45%	-96	-121	-20%
Финансовый поток	-341	-322	+6%	-341	-231	+47%

В млн долл., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 344	2 269	+3%
Краткосрочный долг	872	468	+87%
Долгосрочный долг	1 471	1 801	-18%
Чистый долг*	938	761	+23%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,4x	0,4x	-

* За вычетом накопленных денежных средств и эквивалентов, а также депозитов, по нашим расчетам

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла во всех сегментах, кроме "Сортовой прокат Россия"

Выручка в ключевом сегменте "Плоский прокат Россия" выросла на 20% кв./кв. до 1,7 млрд долл. преимущественно благодаря повышению цен, так как отгрузки увеличились всего на 6% кв./кв. за счет поставок полуфабрикатов на бельгийский актив NBH (+35% кв./кв.) и другие зарубежные активы (+19% кв./кв.), в то время как продажи внешним клиентам снизились на 4% кв./кв. из-за слабого спроса в РФ (из-за растущих цен трейдеры нетрадиционно пополняли запасы в 4 кв.). При этом рост цен на сырье, увеличение доли в отгрузках полуфабрикатов, снижение продаж в РФ и укрепление рубля (на 7% кв./кв.) привели к повышению EBITDA всего на 13% кв./кв. и снижению рентабельности на 1 п.п. до 22%. Отметим, что снижение рентабельности могло быть значительным, если бы не расширение ценового спреда "металлопродукция-сырье".

Рентабельность в основном сегменте плоского проката осталась на уровне 4 кв.

В сегменте "Сортовой прокат Россия" выручка упала на 27% кв./кв. до 266 млн долл. (в том числе от продажи внешним клиентам - на 19% кв./кв.) на фоне сокращения объемов реализации на 30% кв./кв., EBITDA сегмента сократилась на 54% кв./кв., рентабельность - на 4 п.п. до 7%.

Выручка в сырьевом сегменте возросла на 36% кв./кв. до 238 млн долл., EBITDA - на 75% кв./кв., рентабельность - на 16 п.п. до 70% за счет резкого роста цен на железную руду (+21% кв./кв.) при снижении объемов продаж на 5% кв./кв.

Зарубежные активы

В США на фоне роста спроса со стороны строительной и трубной отраслей существенно возросли объемы реализации (+33% кв./кв.), локальные премии к экспортным ценам остаются

**показали
существенное
улучшение**

высокими в результате заградительных пошлин; выручка повысилась на 41% кв./кв. до 399 млн долл., EBITDA - на 90% кв./кв., рентабельность - на 4 п.п. до 17%. В Европе объемы реализации росли медленнее - на 10% кв./кв., выручка - на 17% кв./кв., при этом этот сегмент стал прибыльным на уровне EBITDA (6 млн долл.) против убытка в 1 млн долл. кварталом ранее.

Во 2 кв. цены на сталь продолжили снижаться (пока -6% к среднему за 1 кв.), при этом контрактные цены НЛМК на коксующийся уголь, по данным менеджмента, снизились на 40-50% кв./кв., что будет способствовать расширению ценового спреда и увеличению рентабельности компании.

Операционный денежный поток за 1 кв. упал на 21% до 310 млн долл. в результате более чем 3-кратного роста инвестиций в оборотный капитал до 223 млн долл., в том числе из-за увеличения запасов. Капвложения в 1 кв. составили всего 96 млн долл., а на весь год они запланированы в объеме 700 млн долл. (из них на поддержание мощностей - 300 млн долл.), их рост на 25% г./г. обусловлен запуском программы капитальных ремонтов доменных и конвертерных печей (150 млн долл. в год до 2022 г.). Капвложения могут быть профинансированы из операционного денежного потока (1,7 млрд долл. в 2016 г.).

**Евробонды
справедливо оценены**

Евробонды NLMK 19 (YTM 2,71%), NLMK 23 (YTM 4,17%) выглядят справедливо оцененными, котируясь на уровне Лукойла и Газпрома. Нам нравятся выпуски, номинированные в евро, GAZPRU 20 и GAZPRU 23 с долларовыми YTM 3,65% и YTM 4,64%. Также мы рекомендуем покупать Russia 28 (цена 177% от номинала), у которых текущая доходность составляет 7,2% годовых (высокий купон 12,75% годовых делает этот выпуск вероятным кандидатом для обмена).

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

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

Газпром: оптимизирует капвложения в пользу свободного денежного потока**Свободный денежный
поток покрывает
дивидендные выплаты**

Вчера Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Несмотря на рост продаж газа, выручка сократилась на 8% г./г., EBITDA - на 5% г./г., а рентабельность по EBITDA остается на относительно низких уровнях (17,8%). Для нас сюрпризом стал существенный свободный денежный поток в 95 млрд руб. В целом за год он составил 202 млрд руб., что покрывает ожидаемые дивидендные выплаты по итогам 2016 г. в объеме 187 млрд руб. Долговая нагрузка снизилась с 1,66x до 1,49x Чистый долг/EBITDA LTM. Стоит также отметить, что на счетах компании накоплено 897 млрд руб., что в два раза больше краткосрочного долга (447 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	1 721 910	1 862 485	-8%	6 114 433	6 077 022	+1%
EBITDA	305 674	320 707	-5%	1 297 144	1 743 501	-26%
Рентабельность по EBITDA	17,8%	17,2%	+0,5 п.п.	21,2%	28,7%	-7,5 п.п.
Чистая прибыль	259 713	114 928	+2,3x	997 104	805 199	24%
Чистая рентабельность	15,1%	6,2%	+8,9 п.п.	16,3%	13,2%	+3,1 п.п.
Операционный денежный поток	394 848	635 596	-38%	1 571 323	2 030 927	-23%
Капитальные вложения	-299 726	-475 473	-37%	-1 369 052	-1 641 024	-17%
Свободный денежный поток	95 122	160 123	-41%	202 271	389 903	-48%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 829 623	2 968 118	-5%
Краткосрочный долг	447 080	535 220	-16%
Долгосрочный долг	2 382 543	2 432 898	-2%
Чистый долг	1 932 895	2 180 491	-11%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,49x	1,66x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Экспорт в Европу увеличился на 14% г./г.

В 4 кв. объем продаж газа составил 154 куб. м, что на 7,7% выше уровня аналогичного периода 2015 г. Экспорт в дальнее зарубежье вырос на 14% г./г. до 67,4 млрд куб. м, но падение экспортных цен на 26% (до 11,2 тыс. руб. или 176 долл. за тыс. куб. м) нивелировало рост продаж. В итоге выручка от поставок в дальнее зарубежье снизилась на 15,5% г./г. до 755 млрд руб. Поставки газа в страны бывшего СССР сократились на 14,5% г./г. до 11,2 млрд куб. м, цена сократилась до 149 долл. по сравнению со 184 долл. в 4 кв. 2015 г. В целом чистая выручка от продаж газа сократилась на 15% г./г. до 977 млрд руб. В 2017 г. Газпром ожидает незначительного роста объемов экспортных поставок.

Рентабельность остаётся на низких уровнях

Рентабельность по EBITDA незначительно увеличилась до 17,8% в 4 кв. 2016 г. с 17,2% в 4 кв. 2015 г. Значительно сократились затраты на закупку углеводородов (-41% г./г.), но возросли расходы по налогам на добычу и реализацию (+32% г./г.), и значительно повысились прочие расходы (+38% г./г.). В 2017 г. мы ожидаем улучшения показателей рентабельности за счет восстановления цен на нефть и газ. По прогнозам менеджмента, экспортная цена в дальнее зарубежье может вырасти до 180-190 долл. за тыс. куб. м.

Ожидается рост капвложений

В 4 кв. Газпром неожиданно сократил капвложения на 37% г./г., что, по словам менеджмента, связано с оптимизацией инвестпрограммы и перераспределением части расходов на будущие периоды. Менеджмент повысил прогноз по капитальным вложениям на 2017 г. до 1,7 трлн руб. (+24% г./г.), но при этом было заявлено о намерении удержать свободный денежный поток в положительной зоне. В таком случае, вероятно, капвложения будут ниже плана, как и по итогам 2016 г. В целом мы склоняемся к тому, что в 2017-2018 гг. свободный денежный поток будет близок к нулю либо отрицательным из-за высоких капитальных вложений. Напомним, в 2017 г. Газпром намерен инвестировать 110,7 млрд руб. в Северный поток-2, около 159 млрд руб. будет направлено на проект Сила Сибири и 42 млрд руб. планируется вложить в Турецкий поток. В результате долговая нагрузка компании продолжит постепенно увеличиваться.

Среди бумаг Газпрома мы сохраняем рекомендацию на покупку номинированных в евро выпусков GAZPRU 18 @ 4,625%, GAZPRU 20, 21, они предполагают премию к долларovým бумагам эмитента. Для долгосрочных вложений интересным выглядит GAZPRU 34 со ставкой купона 8,625% годовых, что соответствует текущей доходности 6,5%, для сравнения - выпуск VTB perp с купонами 9,5% (которые по усмотрению эмитента могут быть не выплачены) имеет текущую доходность всего 8,4%.

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.