



29 февраля 2016 г.

## Мировые рынки

### На рынках сохраняется осторожный оптимизм

Опубликованные в конце прошлой недели макроданные по США оказались умеренно позитивными. В сторону повышения была пересмотрена оценка ВВП за 4 кв. (с 0,7% до 1% в годовом выражении), что вместе с увеличением личных доходов и расходов на потребление (+0,5% м./м. в январе), а также превысившим консенсус-прогноз в феврале значением индекса настроений потребителей указывает на неплохое состояние американской экономики. Американский финансовый рынок продемонстрировал незначительные изменения, в частности, доходность 10-летних UST осталась на уровне YTM 1,73%. Сегодня не способствует позитивным настроениям очередное падение китайских акций (на 4,6%, согласно индексу SHCOMP).

Рынок нефти продолжает оставаться в умеренно растущем тренде (Brent котируется выше отметки 35 долл./барр.), при этом стоит отметить, что повышение спот-цен происходит темпами, опережающими форвардные, в результате чего контанго заметно сократилось (с 20% до 11-14%). Поддержку спросу на нефть оказала публикация данных Baker Hughes Inc., согласно которым число действующих буровых установок в США продолжает сокращаться. Длинные суверенные бонды РФ (Russia 42,43) подорожали на 1 п.п.

## Экономика

### Бюджет-2016: все силы на экономию

В пятницу А. Силуанов заявил о том, что дефицит бюджета в 2016 г. при цене на нефть в 30 долл./барр. может составить 4% ВВП, в сценарии 40 долл./барр. Минфин планирует удержать его в рамках 3% ВВП. Напомним, что в изначальной версии бюджета, которая основывалась на среднегодовой цене на нефть в 50 долл./барр. и курсе 63,3 руб. за доллар, дефицит планировался на уровне 2,36 трлн руб., или 3% ВВП.

На наш взгляд, даже в условиях 40 долл./барр. удержать дефицит в рамках 3% непросто - для этого должны быть достигнуты не только условия сокращения госрасходов, но и получение дополнительных доходов сверх предыдущего плана. По нашим расчетам, при среднегодовой цене на нефть в 40 долл./барр. только выпадающие нефтегазовые доходы бюджета могут составить около 1 трлн руб., если не больше. Секвестр госрасходов на 10% должен был бы создать экономию порядка 1,5 трлн руб. Однако, если верить Минфину, финальный эффект от секвестра составит лишь около 500 млрд руб., поскольку необходимо будет дополнительно индексировать соцвыплаты. Даже если предположить, что нефтяные доходы не снизятся по сравнению с 2015 г. (а в 2015 г. они смогли даже подрасти на 10% благодаря девальвации и улучшению администрирования сборов НДС и налога на прибыль), федеральный дефицит в таких условиях может возрасти до 3 трлн руб. Между тем, теперь Минфин планирует увеличить планку отчисления дивидендов госкомпаний в бюджет до 50% прибыли, что должно дать бюджету, по оценкам министерства, 250-280 млрд руб. На наш взгляд, в действительности поступления могут оказаться значительно больше, если данное условие будет применено ко всем госкомпаниям. Как следствие, дополнительные доходы бюджета от этой меры должны составить гораздо больше 100 млрд руб. При таком сценарии, возможность ограничить дефицит в рамках 3% ВВП при цене на нефть в 40 долл./барр. все же сохраняется.

Если цены на нефть окажутся на уровне 30 долл./барр., то выпадающие нефтегазовые доходы могут достигать до 2,3 трлн руб. При тех же вводных относительно секвестра, дефицит в случае цены на нефть в 30 долл./барр. вполне может возрасти до около 4 трлн руб. (~5% ВВП).

Несмотря на это, нельзя с уверенностью сказать, что траты из Резервного фонда на покрытие дефицита не получится удержать в пределах изначально заявленного потолка в 3 трлн руб. Даже если не учитывать возможный объем размещения госбумаг на внутреннем и внешнем рынке (на внутреннем планируется нетто 300 млрд руб., на внешнем - 3 млрд долл., т.е. около 230 млрд руб. при нашем прогнозе курса), по мнению Минфина, бюджет в 2016 г. может получить порядка 490 млрд руб. от приватизации Роснефти. Помимо нее в списке - возможность продажи контроля в Башнефти, что, по предварительным оценкам, должно принести не менее 190 млрд руб. Также рассматривается опция продажи 18,9% акций Алросы, но Минфин называет более вероятной реализацию 10,9% ее акций (по нашим оценкам, мин. 55 млрд руб.). По нашему мнению, Минфин демонстрирует готовность к максимально возможной приватизации в рамках заявленных таргетов, и даже в случае неполной ее реализации речь может идти о получении для финансирования дефицита дополнительных нескольких сотен миллиардов рублей.

## Рынок корпоративных облигаций

НОВАТЭК: свободные средства уходят на финансирование Ямал СПГ. См. стр. 2

## НОВАТЭК: свободные средства уходят на финансирование Ямал СПГ

**Чистый долг/ЕБИТДА вырос до 2х**

В пятницу НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем как сильные на фоне роста свободного денежного потока: в 4 кв. он увеличился на 39% г./г., а в целом за 2015 г. - на 57% г./г. до 75,3 млрд руб. Однако это не привело к сокращению долговой нагрузки, так как НОВАТЭК большую часть свободных средств переводит совместным предприятиям в виде займов. Так, в 2015 г. компания предоставила своим СП 108,6 млрд руб. Задолженность Ямал СПГ перед НОВАТЭКом уже достигла 196,5 млрд руб. В результате соотношение Чистый долг/ЕБИТДА выросло с 1,74х в 3 кв. 2015 г. до 2,06х в 4 кв. По словам менеджмента, сделка по финансированию Ямал СПГ должна быть закрыта в этом году. Если она будет отложена еще на год, это может привести к существенному росту долговой нагрузки НОВАТЭКа, так как компании придется увеличить финансирование проекта за счет собственных средств.

### Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	132,0	95,9	+38%	475,3	357,6	+33%
ЕБИТДА	41,4	29,7	+39%	160,1	138,1	+16%
Рентабельность по ЕБИТДА	31,4%	31,0%	+0,4 п.п.	33,7%	38,6%	-4,9 п.п.
Чистая прибыль/убыток	13,8	-27,4	-	74,4	37,3	+99%
Операционный денежный поток	45,9	41,0	+12%	132,9	111,2	+19%
Капвложения	-13,3	-17,6	-25%	-57,6	-63,2	-9%
Свободный денежный поток	32,6	23,4	+39%	75,3	48,1	+57%
в млрд руб., если не указано иное		31 дек. 2015			30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		358,6			293,4	+22%
Краткосрочный долг		106,6			98,7	+8%
Долгосрочный долг		252,0			194,7	+29%
Чистый долг		329,4			258,2	+28%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*		2,06х			1,74х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**В 2015 г. добыча жидких углеводородов выросла на 50% г./г.**

В 4 кв. 2015 г. добыча газа увеличилась на 9,4% г./г. до 17,8 млрд куб. м, при этом объем реализации упал на 6,7% г./г. до 17,7 млрд куб. м. В целом за 2015 г. объем добычи газа вырос на 9,3% до 67,9 млрд куб. м, что было обеспечено СП с Газпром нефтью - СеверЭнергией, которая показала рост добычи в 2 раза г./г., при этом доля НОВАТЭКа составила 12,6 млрд куб. м. Значительных результатов компания добилась в секторе жидких углеводородов, добыча которых увеличилась на 50% до 9,01 млн т за счет того же СП с Газпром нефтью. Напомним, в 2015 г. НОВАТЭК планировал увеличить добычу газа на 6% г./г., а жидких углеводородов - на 50% г./г. В планах на 2016 г. рост по добыче жидких углеводородов - 30% г./г.

**Рентабельность по ЕБИТДА осталась на уровне прошлого года**

В 4 кв. рентабельность по ЕБИТДА осталась практически на уровне прошлого года (31,4% против 31,0%). При этом показатель ЕБИТДА/барр. н.э. собственной добычи вырос на 40% г./г. до 451 руб./барр. н.э. благодаря наращиванию реализации высокомаржинальных продуктов переработки жидких углеводородов. Операционные и административные расходы выросли на 22% г./г. до 8,2 млрд руб., что мы считаем относительно невысокими темпами с учетом резкого увеличения объемов добычи и продаж.

Чистый операционный денежный поток вырос в 4 кв. на 12% г./г. до 45,9 млрд руб., капитальные вложения упали на 25% г./г. до 13,3 млрд руб., в результате свободный денежный поток достиг 32,6 млрд руб. (+39 г./г.). В целом по итогам 2015 г. капвложения упали на 9% г./г., а свободный денежный поток вырос на 57% г./г. до 75,3 млрд руб. Мы ожидаем что в 2016 г. НОВАТЭК существенно нарастит свободный денежный поток за счет сокращения капвложений, которые могут упасть на 30% г./г. Однако большую часть средств компании придется направить на финансирование Ямал СПГ.

29 февраля 2016 г.

**Бонды выглядят дорого** Спред NVTKRM 21 - GAZPRU 21 находится на уровне 15 б.п., вблизи своего минимума, что, по нашему мнению, не отражает возможное повышение долговой нагрузки НОВАТЭКа. Мы считаем бумаги Газпрома лучшей альтернативой.

**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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #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	ТКС 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
Мария Помельникова		(+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.