



24 марта 2017 г.

Валютный и денежный рынок

Нетипичные условия 1 кв. обусловили положительную обратную связь интервенций Минфина

Вчера представитель Минфина заявил в СМИ, что, исходя из текущих цен на нефть (50,7 долл./барр., Brent) и курса рубля (57,4 руб./долл.), что соответствует 2910 руб./барр., дополнительные нефтегазовые доходы бюджета в 2017 г. составят всего 600 млрд руб. (= покупки Минфина - 10,5 млрд долл.). Напомним, что ранее, когда рублевая цена на нефть была в районе 3300-3400 руб./барр., А. Силуанов прогнозировал дополнительные доходы в 1 трлн руб. при нефти 50 долл./барр. (15 млрд долл.) и 1,5 трлн руб. при 55 долл./барр. (25 млрд долл.). Таким образом, получается, что чем крепче рубль (ниже рублевая цена на нефть), тем меньше покупки Минфина, т.е. механизм интервенций в ряде нетипичных случаев имеет не отрицательную (как изначально задумывалось, чтобы снизить влияние волатильности нефти), а положительную обратную связь. Такие случаи могут возникать, например, при появлении большого предложения на продажу/покупку валюты, которое может сопровождаться притоком/оттоком капитала (например, из-за изменения настроений нерезидентов или спроса на иностранные активы резидентов). В 1 кв. такую ситуацию могла создать продажа Роснефтегазом валюты, которая была получена в начале года от продажи акций Роснефти в условиях высокого сальдо счета текущих операций. Но в обычных условиях механизм интервенций имеет отрицательную обратную связь: избыточное укрепление/ослабление рубля нивелируется сальдо счета текущих операций (при близких к нулю чистых внешних заимствованиях). Мы ожидаем, что во 2-3 кв. будут как раз такие обычные условия, в результате произойдет выравнивание курса рубля относительно фундаментальных уровней: при текущем курсе рубля и нефти (50-51 долл./барр., Brent) сальдо счета текущих операций опустилось бы до +1,5 млрд долл. в апреле, до нуля в мае и ушло бы сильно ниже нуля в июне (-5,5 млрд долл.). Чтобы этого не произошло, курс должен скорректироваться до 65 руб./долл. к концу июня. По нашим оценкам, по итогам 2017 г. интервенции Минфина обусловят повышение средней рублевой цены на нефть с 2988 руб./барр. в 2016 г. до 3290-3350 руб./барр. При этом по причине уплаты налогов до конца этого месяца рубль может еще сильнее укрепиться (в то время как оттока валюты из-за прохождения пика погашений внешнего долга, по-видимому, не произошло, или все было рефинансировано, или использованы валютные активы). По нашим оценкам, в апреле объем покупок Минфина составит скромные 68 млрд руб. (~58 млн долл. в день), что еще позволяет курсу оставаться на уровне 58 руб./долл., но уже в мае вероятна коррекция до >60 руб./долл.

Рынок корпоративных облигаций

ФСК: дивиденды vs. снижение долговой нагрузки. См. стр. 2

РусГидро: допэмиссия размещена, кредитный профиль существенно улучшится. См. стр. 3

Nordgold: снижение цен нивелировало рост продаж

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал в целом нейтральные результаты по МСФО за 4 кв. 2016 г. Несмотря на рост объемов продаж на 12% кв./кв. (в т.ч. за счет запуска рудника Bouly), выручка осталась на уровне 3 кв. - 277 млн долл. из-за падения цен на золото на 10% кв./кв. до 1198 долл./унция. EBITDA снизилась, соответственно, на 10% кв./кв. до 118,5 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 4,7 п.п. до 42,7%. Операционный поток, напротив, повысился на 14% кв./кв. до 124,7 млн долл. (за счет высвобождения 38 млн долл. из оборотного капитала), его было достаточно для финансирования локального пика капвложений (106 млн долл., +14% кв./кв. и +40% в среднем относительно 1 и 2 кв. 2016 г.). В 2016 г. в целом капзатраты составили 350,5 млн долл., а прогнозировались в объеме 370 млн долл., в 2017 г. они запланированы на уровне 390 млн долл. (ранее предполагались 300 млн долл.), что может быть связано с переносом части затрат на 2017 г. и активной фазой строительства рудника Гросс в Якутии. Производство в 2017 г. планируется на уровне 900-950 тыс. унций (869 тыс. унций в 2016 г.) при полных затратах (включая капвложения) 900-950 долл./унция (917 долл./унция в 2016 г.). Долговая нагрузка снизилась за 4 кв. до 1,0х с 1,2х Чистый долг/EBITDA. Накопленных денежных средств (356 млн долл.) более чем достаточно для покрытия краткосрочного долга (172 млн долл.). Пик погашений приходится на 2018 г., в основном это евробонд NORD118 на 450 млн долл. Сейчас этот выпуск торгуется на одном уровне с TRUBRU 18 с YTM 2,82%, что, на наш взгляд, несправедливо, учитывая намного худшие кредитные метрики ТМК. Рекомендуем покупать бумаги Russia 28 для предъявления их к обмену в апреле.

ФСК: дивиденды vs. снижение долговой нагрузки

ФСК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала результаты за 2016 г. по МСФО, продемонстрировав более чем трехкратный рост выручки от технологического присоединения (ТП) к сетям (что при этом не ведет к росту денежного потока из-за длительной отсрочки расчетов). Так, в 2016 г. при выручке от ТП в 39,1 млрд руб. дебиторская задолженность выросла на 35,4 млрд руб. (будет оплачена в течение 10 лет). В этой связи ФСК пересмотрела подход к расчету скорректированной EBITDA, исключив из него прибыль от ТП. Этот показатель за год увеличился на 11,8%, чистая прибыль - на 55% при росте общей выручки на 37%.

В 2016 г. ФСК смогла достичь положительного свободного денежного потока (после выплаты/получения процентов он составил 10,5 млрд руб.), но он, тем не менее, оказался меньше дивидендов, выплаченных в 2016 г. - 16,8 млрд руб., или 95% от чистой прибыли по РСБУ и 39% от аналогичного показателя по МСФО за 2015 г. Разница была компенсирована поступлениями от продажи основных средств, т.е. роста долговой нагрузки не произошло.

Важным вопросом для ФСК, на наш взгляд, остается то, какую позицию займет Правительство по вопросу дивидендов госкомпаний, и как будет применено это правило для ФСК, де-факто контролируемой Россетями. Несмотря на сильные результаты, поддержанные и операционными улучшениями, ситуация, когда дивиденды превышают свободный поток, должна приводить к росту долговой нагрузки. При этом текущий финансовый план ФСК предполагает существенное снижение дивидендов и долговой нагрузки с 2018 г. Если же компания сохранит дивиденды на уровне 2016 г. (в абсолютном выражении) Долг/EBITDA в ближайшие 3 года, по нашим оценкам, будет выше текущих значений (2,3х) – в диапазоне 2,5х-2,7х, что, однако, ниже "порогового" для компании значения 3,0х.

В млрд руб., если не указано иное	2016	2015	изм.
Выручка	255,6	187,0	+37%
Скоррект. EBITDA	116,7	104,4	+12%
Рентабельность по EBITDA	45,7%	55,8%	-10 п.п.
Чистая прибыль	68,4	44,1	+55%
Операционный денежный поток	26,8%	23,6%	+3 п.п.
Капвложения	111,5	98,0	+14%
Свободный денежный поток (после выплаты/получения процентов)	-79,8	-76,6	+4%
В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.*	266,6	281,5	-5%
Краткосрочный долг	29,7	31,5	-6%
Долгосрочный долг	237,0	250,1	-5%
Чистый долг	221,8	223,1	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,9х	2,1х	-

* С учетом гарантий

** EBITDA за последние 12 мес.

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Облигации ФСК имеют низкую ликвидность, котируются со спредом к кривой ОФЗ 90 б.п. (рублевый евробонд FEESRM 19 с YTM 9,3%). Лучшей альтернативой являются ОФЗ 29011 с текущим купоном 11,18% годовых (= высокая текущая доходность).

Федор Корначев
 fedor.kornachev@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9851
Денис Порывай
 denis.poryvay@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9843

РусГидро: допэмиссия размещена, кредитный профиль существенно улучшится

Сильные операционные результаты и продажа непрофильных активов

РусГидро (BB/Ba2/BB+) опубликовала сильные результаты за 2016 г. по МСФО. На фоне существенного прироста выработки ГЭС, вызвавшего, в том числе, и снижение загрузки неэффективных дальневосточных ТЭС, компании удалось значительно нарастить прибыль: по итогам года дивизион ГЭС увеличил EBITDA на 27%, РАО ЭС Востока – на 87%. Сильные операционные результаты в 2016 г. также были поддержаны поступлениями от продажи непрофильных активов. В общей сумме от продажи Башкирской энергосбытовой компании и плотин Братской, Усть-Илимской и Иркутской ГЭС было получено 14,5 млрд руб.

Менеджмент отметил, что высокая водность должна сохраниться и в 2017 г., по итогам года ожидается рост выработки электроэнергии на 2-3%.

В млрд руб., если не указано иное	2016	2015	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	391,3	361,8	+8%
EBITDA	100,3	73,4	+37%
Рентабельность по EBITDA	25,6%	20,3%	+5 п.п.
Скорректированная чистая прибыль	66,1	47,4	+39%
Операционный денежный поток	71,4	69,8	+2%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-24,9	-48,4	-49%
Капвложения	-61,0	-79,2	-23%
Свободный денежный поток (после выплаты/получения процентов)	-2,8	-20,0	+7,1x
В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч. *	226,6	224,9	+1%
Краткосрочный долг	41,8	62,2	-33%
Долгосрочный долг	184,8	162,7	+14%
Чистый долг	159,2	176,8	-10%
Чистый долг/EBITDA LTM **	1,6x	2,4x	-

* С учетом гарантий

** EBITDA за последние 12 мес.

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Допэмиссия будет отражена по итогам 1 кв. 2017 г. и должна привести к снижению показателя Чистый долг/EBITDA

Помимо этого позитивного эффекта мы ожидаем существенного улучшения кредитного профиля компании по итогам 1 кв. 2017 г. за счет отражения в отчетности схемы рефинансирования задолженности РАО ЭС Востока через допэмиссию и продажу большей части казначейского пакета акций компании. Напомним, что сделка по продаже новых акций на 40 млрд руб. и части казначейского пакета на 15 млрд руб. банку ВТБ была закрыта в марте 2017 г. и еще не была отражена в отчетности за 2016 г. По нашим подсчетам, единовременное снижение долга РусГидро на 55 млрд руб. приведет к сокращению показателя Чистый долг/EBITDA с текущих 1,6x (2,4x по итогам 2015 г.) до 1,0x.

Рублевые облигации эмитента неликвидны, последние сделки в выпуске РусГидро-9 проходили с YTP 9,45% @ октябрь 2017 г., что не предполагает премии к кривой ОФЗ. Мы считаем бумаги неинтересными.

Федор Корначев
fedor.kornachev@raiffeisen.ru
+7 495 221 9851

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

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

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

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

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	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
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.