



29 июня 2017 г.

Мировые рынки

Данные Минэнерго США стали «трамплином» для нефти

Вчера аппетит к риску улучшился: S&P 500 вырос почти на 1%, а 10-летние UST прибавили в доходности 2 б.п. В заметном плюсе завершили вчерашний день валюты развивающихся стран и нефть. Котировки Brent выросли на 1,4%, превысив 47 долл./барр., чему способствовала недельная статистика Минэнерго США. Запасы нефти практически не изменились с прошлой недели, но, учитывая, что ранее данные API указывали на их рост, новые оценки стали позитивным сюрпризом для рынка. Другим значимым фактором поддержки, вероятно, послужило ощутимое сокращение добычи в США: она упала на 100 тыс. барр./день, в то время как обычно изменения находятся в пределах 20-25 тыс. барр. за неделю. Сегодня и завтра внимание инвесторов будет сосредоточено на европейской и американской статистике. Еврозона публикует индексы потребительской уверенности и деловой активности за июнь и данные по инфляции, а в США планируется выход статистики по потребительскому сектору и уточненные данные по ВВП за 1 кв. 2017 г.

Экономика

Рост цен на фрукты и овощи постепенно начал замедляться после всплеска

По данным Росстата, инфляция за неделю с 20 по 26 июня сохранилась на отметке в 0,1% н./н., годовая оценка осталась на уровне 4,2%, а накопленный с начала года рост цен составил 2,1%. Вместе с тем, среднедневной темп роста цен за прошлую неделю несколько снизился (с 0,018% до 0,014%). Как и раньше, основное ускорение цен происходит в плодоовощном сегменте: инфляция в нем составила 2% (несколько меньше уровня прошлой недели). По-прежнему дорожают в основном те продукты, по которым должно было произойти (но пока не произошло) переключение с импорта на товары отечественного производства: капуста (12,1% н./н.), морковь (4,9% н./н.), яблоки (3,5% н./н.). Впрочем, наблюдаются признаки окончания активного ускорения роста цен на фрукты и овощи. Так, например, цены на картофель (которые в течение 4 последних месяцев росли в среднем на 5% н./н.) заметно притормозили рост (0,5% н./н.). В целом, это означает постепенный возврат к обычной сезонной модели: цены на картофель проходят пик в середине июля, после чего постепенно снижаются до конца года. Для скоропортящихся импортируемых товаров (по которым не формируются запасы) цены, как и раньше, не показывают отклонения от обычной сезонной динамики: помидоры и огурцы дешевеют. Мы полагаем, что динамика цен на плодоовощную продукцию, хотя и вносит заметный вклад в ускорение продовольственной инфляции, все же не будет восприниматься ЦБ как фактор для остановки цикла смягчения монетарной политики.

Рынок корпоративных облигаций

Чем грозит проигрыш «дела Башнефти» АФК Система и МТС?

По результатам судебного рассмотрения иска Роснефти, Башнефти и Республики Башкортостан к АФК Система на 170,6 млрд руб. ходатайства Системы, как и на предварительном заседании, были отклонены, а заседание было отложено до 12 июля. Текущее развитие событий не внушает оптимизма относительно перспектив Системы в этом деле, и мы решили рассмотреть, каким образом потенциально негативный исход дела может повлиять на финансовые показатели АФК Система и МТС. В базовом сценарии в случае удовлетворения иска мы рассматриваем выплату АФК Система требований за счет внешнего финансирования и сохранение контроля над указанными активами. Жестким вариантом является потеря Системой значительной доли пакета в МТС, который по текущей рыночной стоимости оценивается в 232 млрд руб. Также возможен вариант продажи других активов при сохранении пакета в МТС, но на данный момент нам он кажется труднореализуемым. Подробнее см. стр. 2.

Чем грозит проигрыш «дела Башнефти» АФК Система и МТС?

Мы видим 3 варианта развития событий в случае проигрыша АФК Система:

По результатам судебного рассмотрения иска Роснефти, Башнефти и Республики Башкортостан к АФК Система на 170,6 млрд руб. ходатайства Системы, как и на предварительном заседании, были отклонены, а заседание было отложено до 12 июля. Текущее развитие событий не внушает оптимизма относительно перспектив Системы в этом деле, и мы решили рассмотреть, каким образом потенциально негативный исход дела может повлиять на финансовые показатели АФК Система и МТС. Напомним, что накануне заседания судом были наложены обеспечительные меры на пакеты Системы в МТС (31,76%), БЭСК (90,47%) и Медси (100%). По законодательству они действуют до фактического исполнения судебного акта, т.е. в рассматриваемом варианте, при удовлетворении иска (и отклонении апелляций на всех уровнях), до выплаты Системой 170,6 млрд руб. В случае неисполнения решения суда Федеральная служба судебных приставов будет производить изъятие имущества. В базовом сценарии в случае удовлетворения иска мы рассматриваем выплату АФК Система требований за счет внешнего финансирования и сохранение контроля над указанными активами. Жестким вариантом, на наш взгляд, является потеря Системой значительной доли пакета в МТС, который по текущей рыночной стоимости оценивается в 232 млрд руб. Также возможен вариант продажи других активов при сохранении пакета в МТС, но на данный момент нам он кажется труднореализуемым.

Привлечение долга

1. В случае привлечения долгового финансирования на сумму иска, чистый долг Системы увеличится на 170,6 млрд руб., консолидированный показатель OIBDA не изменится, но чистый денежный поток корпоративного центра снизится до нескольких миллиардов рублей из-за роста процентных расходов по долгу. Таким образом, отношение чистого долга корпоративного центра к консолидированной OIBDA увеличится с 0,4х до 1,3х, а консолидированный чистый долг/OIBDA – с 2,2х до 3,1х, также значительно вырастет отношение чистого долга к денежному потоку. В этой ситуации есть существенный риск снижения кредитного рейтинга АФК Система. К примеру, по методологии S&P, отношение долга к стоимости портфеля, по нашим оценкам, превысит 50%, а совокупный коэффициент покрытия (отношение полученных дивидендов и платы за управление к сумме операционных, налоговых и процентных расходов, а также дивидендов акционерам холдинга) упадет ниже 1х, хотя текущие рейтинги Системы подразумевают первый показатель ниже 20% и второй - выше 1х. По методологии Fitch, чистый долг к нормализованным дивидендам вырастет с 2х до 6,9х, а текущий рейтинг соответствует значению ниже 4,5х.

Можно предположить, что АФК Система постарается переложить часть затрат на МТС либо путем выплаты последней дополнительных дивидендов, либо выкупа собственных акций с рынка, либо продажи Системой активов (например, увеличение МТС доли в МТС Банке или Ozon), либо выдачей внутригрупповых займов. По состоянию на 1 кв. 2017 г., долговая нагрузка МТС составляла 1,7х общий долг/OIBDA, что ниже, чем у российских конкурентов, и мы считаем, что для достижения ~2,0х (потолок для текущего рейтинга S&P) МТС может нарастить долг на ~60 млрд руб. При этом подобное развитие событий помогло бы Системе либо привлечь меньше долга, либо быстрее погасить его (что может улучшить кредитоспособность компании в глазах рейтинговых агентств).

Продажа доли в МТС

2. При продаже пакета в МТС (исходя из текущей капитализации, для покрытия суммы иска необходимо продать 36,6% акций, в таком случае у Системы остается 13,4%; если будут использованы свободные денежные средства (20,5 млрд руб.), то доля Системы составит порядка 18%), результаты оператора деконсолидируются из отчетности Системы, что снизит показатели консолидированных OIBDA и долга, а также значительно уменьшит чистый денежный поток, поскольку основная его часть приходится на МТС. При этом чистый долг корпоративного центра не изменится, поскольку в этом сценарии внешнее финансирование не привлекается. Поскольку МТС формирует львиную долю OIBDA (91% по итогам 2016 г.), долговая нагрузка сильно вырастет, по нашим оценкам, отношение чистого долга корпоративного центра к консолидированной OIBDA увеличится с 0,4х до 3,9х, консолидированный чистый долг/OIBDA – с 2,2х до 7,8х. Ситуация с денежным

потоком будет похожа на первый случай, поскольку основная его часть формируется за счет дивидендов МТС. Отношение долга к стоимости портфеля в этом случае составит примерно 25%, совокупный коэффициент покрытия опустится ниже 1х, а отношение долга к нормализованным дивидендам составит около 4х, что все же несколько ниже, чем граница текущего рейтинга по методологии Fitch. Кроме того, в случае попадания пакета в МТС при продаже к недружественному акционеру существует риск снижения дивидендных выплат, что может еще сильнее снизить денежный поток. В этом случае снижение рейтинга АФК Система ещё более вероятно.

Для МТС в данном сценарии наиболее негативным вариантом развития событий могло бы быть получение доли в операторе недружественным инвестором и последующая консолидация им контрольного пакета путем LBO (это повысило бы долговую нагрузку МТС примерно в два раза). Также существует дополнительный риск попадания МТС под финансовые санкции США и ЕС, если потенциальный новый владелец числится в санкционном списке.

Продажа других активов

3. Если рассматривать вариант с продажей прочих активов (при сохранении доли в МТС), то, по нашей оценке, Системе придется продать либо все непубличные активы, либо еще и долю в Детском Море, в зависимости от дисконта к оценочной стоимости (исторически акции АФК Система торгуются с дисконтом в диапазоне 20-30% к стоимости портфеля). В этом случае отношение чистого долга корпоративного центра к консолидированной OIBDA практически не изменится, консолидированный чистый долг/OIBDA снизится с 2,2х до 1,4х. В этом случае рисков для кредитных рейтингов меньше, однако, очевидно, что продажу разнородных непубличных активов технически труднее осуществить в требуемые законодательством сроки, чем продать доли в компаниях, торгуемых на биржах.

Отметим, что мы расцениваем первый вариант развития событий, при котором Система привлекает внешнее финансирование и частично перераспределяет долговую нагрузку на МТС, как базовый, а потерю МТС, скорее, как стресс-тест.

Сергей Либин
sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838



#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

Статистика ФТС: "низкий" старт экспорта во 2 кв. 2017 г.

Потребление на пороге роста

Восстановление экономики требует роста импорта

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

Рынок облигаций

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Валютный рынок

Рублевая цена на нефть вновь на локальном минимуме

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Инфляция

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий ЦБ добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ удивил ускорением снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет недополучит дивиденды от основных госкомпаний

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

Банковский сектор

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов



#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	TMK
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

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.