



Мировые рынки

Ожидания FOMC и перспективы торговой войны давят на рынки

Американский рынок акций вчера вновь закрылся в минусе (индекс S&P обесценился на 1,4%) почти по всем секторам, но лидерами падения стали акции энергетики (сервисные компании нефтегазового сектора) и технологических компаний (скандал с использованием данных пользователей FB в политических целях привел к падению акций соцсети по итогам торгов на 6,8%). Рынок американских акций продолжает двигаться в рамках бокового «медвежьего» тренда (за падением следует отскок, с убывающими локальными максимумами), который может стать явно «медвежьим» в случае, если FOMC по результатам текущего заседания изменит свой консенсус-прогноз в сторону 4 повышений ставки (на 25 б.п. каждый) в 2018 г. Кроме того, развивается тема взаимных торговых ограничений (возникшая в ответ на принятое США повышение импортных пошлин на сталь и алюминий). Так, США планируют ввести еще пошлины на товары, ввозимые из Китая, в общем объеме до 60 млрд долл. (как наказание за предполагаемую кражу интеллектуальной собственности у американских компаний). Напомним, что ЕС обдумывает вариант введения цифрового налога, который будет взиматься с выручки IT-компаний, полученной на территории союза. Возникновение торговой войны (когда введение пошлин или торговых барьеров станет массовым) приведет к заметному замедлению мировой экономики, но в выигрыше (по крайней мере, краткосрочном) окажутся американские компании (снизится конкуренция) и экономика США (сократится торговый дисбаланс). Для американских рынков акций это, скорее всего, не станет импульсом для долгосрочного роста (ответные меры стран-партнеров нивелируют преимущества американских, в большинстве своем транснациональных компаний, полученных на рынке США). Торговые ограничения в условиях продолжающегося сокращения баланса ФРС (в текущем месяце 20 млрд долл., каждый квартал масштаб сокращения растет), относительно высоких долларовых ставок (в сравнении со ставками на других зрелых рынках) и роста госдолга США (в частности, для финансирования налоговой реформы) будут способствовать глобальному оттоку долларовой ликвидности, эффект от которого уже наблюдается в еврозоне.

Рынок корпоративных облигаций

МТС: новые правила МСФО повысят OIBDA

МТС (BB-/BB+) вчера опубликовал результаты за 2017 г., показав лучшую динамику основных финансовых показателей по сравнению с конкурентами. Выручка выросла почти на 2%, несмотря на приостановку деятельности в Туркменистане с 4 кв. 2017 г., OIBDA – на 6% г./г., а долговая нагрузка снизилась с 1,3х Чистый долг/OIBDA на конец 2016 г. до 1,2х. На 2018 г. МТС прогнозирует незначительный рост выручки, а OIBDA при этом должна увеличиться на 20 млрд руб. (+11%) благодаря изменениям правил учета лизинга по новым стандартам МСФО. Это никак не скажется на денежных потоках и вряд ли сильно изменит долговую нагрузку, т.к. по новым правилам долг также должен увеличиться, хотя сумма пока неясна. В 2018-19 гг. МТС планирует инвестировать 160 млрд руб., при этом в 2018 г. собирается заплатить 52 млрд руб. дивидендов и завершить программу обратного выкупа акций на ~7,3 млрд руб., так что суммарные выплаты акционерам составят почти 60 млрд руб., или почти весь плановый свободный поток. Прогноз капвложений не учитывает приобретения в 1 кв. 2018 г. лицензий 4G на Украине, а также дополнительных инвестиций в Озон, покупки билетных компаний Ticketland, Пономиналу и киберспортивной организации Gambit, на что было потрачено ~8 млрд руб. Таким образом, чистый долг может несколько увеличиться по итогам 2018 г., но не факт, что это приведет к росту долговой нагрузки (чистый долг/OIBDA) в связи с изменениями правил учета. С момента рекомендации покупать MOBTEL 23 (от 15 ноября 2017 г.) премия (10 б.п.) к VIP 23 превратилась в дисконт в размере 30 б.п., который мы считаем справедливым. Бонды AFKSRU 19 котируются с YTM 5,4% - одна из самых высоких доходностей среди краткосрочных выпусков (долговая нагрузка является, по нашему мнению, управляемой).

Совкомфлот: умеренное восстановление

Совкомфлот (BB+/Ba1/BB) опубликовал неплохие результаты за 4 кв. 2017 г. на фоне небольшого восстановления фрахтового рынка после его проседания в середине прошлого года до минимумов с 1992 г. из-за сокращения добычи странами ОПЕК и одновременно с этим роста ввода новых судов на рынок. ТЧЭ-выручка увеличилась на 7% кв./кв. до 272 млн долл. на фоне роста выручки от перевозки нефти на 22% кв./кв. до 76,2 млн долл., а также продолжающегося увеличения доходов от офшорных проектов и перевозок СПГ на 5% кв./кв. и 10% кв./кв. до 98,5 млн долл. и 46,4 млн долл., соответственно. При этом после опережающего роста эксплуатационных расходов в течение 9М они снизились на 8% кв./кв. до 94 млн долл., а административные расходы также продолжили сокращаться на 11% кв./кв. до 25,6 млн долл. В результате EBITDA выросла на 16% кв./кв. до 136,2 млн долл. – лучшего уровня с 1 кв. 2017 г. Чистый операционный денежный поток повысился на 77% кв./кв. до 169,1 млн долл., и его хватило на покрытие возросших инвестиций (130,6 млн долл.). Чистый долг увеличился с 5,1х в 3 кв. до 5,3х LTM EBITDA на фоне небольшого роста чистого долга. Наша рекомендация от 31 августа 2017 г. реализовалась: спред SCFRU 23 – PGILLN 23 расширился с 5-10 б.п. до 25 б.п. Мы ждем его дальнейшего расширения до 50 б.п.

Роснефть: в 2018 г. может потребоваться рефинансировать 1,1-1,2 трлн руб. См. стр. 2

Роснефть: в 2018 г. может потребоваться рефинансировать 1,1-1,2 трлн руб.

Краткосрочный долг достиг 2,2 трлн руб., но большая часть - РЕПО

Вчера Роснефть (BB+/Ваа3/-) опубликовала финансовые результаты по итогам 4 кв. 2017 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Настораживает лишь высокий краткосрочный долг в 2,2 трлн руб. Тем не менее, большая его часть состоит из обязательств по сделкам РЕПО, которые регулярно рефинансируются. На конец 2017 г. общая сумма краткосрочных сделок составила 1,3 трлн руб.

Свободный денежный поток составил 32 млрд руб.

В целом компания продемонстрировала довольно неплохие результаты. Так, в 4 кв. выручка увеличилась на 14% кв./кв., EBITDA - на 6% кв./кв., чистая прибыль - более чем в два раза за счет прочих доходов (в том числе платежей от АФК Система). Несмотря на рост капитальных вложений на 30% кв./кв., Роснефть смогла сгенерировать положительный свободный денежный поток в размере 32 млрд руб. (+10% кв./кв.).

Рентабельность по EBITDA снизилась на фоне роста цен

В 4 кв. рентабельность по EBITDA сократилась до 23% с 24,8%, так как на фоне увеличения цен на нефть на 16% выросли и налоговые платежи. Так, в сумме пошлины, НДС и акцизы выросли на 19% кв./кв. Вдобавок значительно увеличились коммерческие расходы - на 39% кв./кв., что связано с сезонным фактором. Тем не менее, стоит отметить, что операционная рентабельность в отношении EBITDA/барр. нефтяного эквивалента увеличилась до 809 руб./барр. (+5% кв./кв.).

Роснефти, возможно, потребуется рефинансировать до 1,2 трлн руб.

Чистый долг вырос лишь на 2% кв./кв., а долговая нагрузка осталась на прежнем уровне 2,6х Чистый долг/EBITDA. На конец 4 кв. на счетах Роснефти было 322 млрд руб. денежных средств, а с учетом краткосрочных финансовых активов и части долгосрочных депозитов (1,1 трлн руб.) свободные средства составляли 1,45 трлн руб., что на 65% покрывает краткосрочные обязательства (2,2 трлн руб.).

Мы ожидаем, что в 2018 г. капвложения (менее 1 трлн руб.) и дивидендные выплаты (~0,1 трлн руб.) будут покрыты операционным денежным потоком (1,3-1,4 трлн руб. без учета операций, связанных с предоплатами по долгосрочным контрактам), которого также хватит на погашение части краткосрочного долга (200-300 млрд руб.). Таким образом, без учета сделок РЕПО, в этом году еще может потребоваться рефинансировать часть краткосрочной задолженности (650-750 млрд руб.) и обеспечить обязательства по предоплатам (450 млрд руб.). Эта сумма покрывается свободными средствами компании (1,45 млрд руб.). Кроме того, ожидается поступление средств от Венесуэлы в счет выданных предоплат. Всего Венесуэле было выдано 6,5 млрд долл., из которых около половины на конец февраля 2018 г. уже возвращено (3,26 млрд долл.). Таким образом, погашение идет по оговоренному графику. По данным менеджмента компании, последнее погашение запланировано на 2020 год.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2017	3 кв. 2017	изм.	2017	2016	изм.
Выручка	1 709	1 496	+14%	6 014	4 988	+21%
EBITDA	393	371	+6%	1 403	1 278	+10%
Рентабельность по EBITDA	23,0%	24,8%	-1,8 п.п.	23,3%	25,6%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	145	60	+2,4х	297	201	+48%
Чистая рентабельность	8,5%	4,0%	+4,5 п.п.	4,9%	4,0%	+0,9 п.п.
Операционный денежный поток*	345	222	+55%	1 107	1 030	+7%
Капитальные вложения	297	228	+30%	956	720	+33%
Свободный денежный поток**	32	29	+10%	104	243	-57%
в млрд руб., если не указано иное	31 декабря 2017			30 сентября 2017		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 012			3 854		+4%
Краткосрочный долг	2 229			2 320		-4%
Долгосрочный долг	1 783			1 534		+16%
Чистый долг	3 649			3 586		+2%

Чистый долг/ЕБИТДА LTM***	2,60x	2,61x	-
---------------------------	-------	-------	---

* скорректированный на операции, связанные с предоплатами по долгосрочным контрактам

** скорректированный на операции, связанные с предоплатами, и без учета изменений в оборотном капитале

*** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В настоящий момент, учитывая ожидаемое нами повышение долларовых доходностей, мы не считаем интересной покупку длинных долларовых бумаг 1-го эшелона (с начала года доходности 10-летних бумаг выросли на 40-60 б.п.). Кроме того, спреды корпоративных бумаг 1-го эшелона к суверенной кривой РФ находятся на минимумах (так, спред GAZPRU 28 - Russia 28 составляет всего 32 б.п.).

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 января: сезон временных позитивных сюрпризов

Промышленность в январе: временное ускорение?

Импорт сохраняет высокие темпы роста в январе

«Потерянный» рост: ВВП увеличился лишь на 1,5% в 2017 г.

Бюджетная политика

Бюджет: традиционный профицит января поддержали высокие цены на нефть

Рынок облигаций

Новое бюджетное правило позволило бы обойтись без заимствований ОФЗ

КОБРы не нашли спрос

Аукцион по КОБР: для локальных банков лучше депозит

Валютный рынок

Январь оказался неожиданно небогатым в отношении сальдо счета текущих операций

Минфин поставит новый рекорд покупки валюты в феврале

Платежный баланс: нефть позволила сгладить декабрьский дефицит ликвидности

Инфляция

Инфляция «штурмует» 2%

Станет ли низкая инфляция поводом для снижения ставки в феврале?

Монетарная политика ЦБ

ЦБ настроен на смягчение как никогда

Решение ЦБ по ставке: готов ли регулятор к активным шагам?

Денежный рынок

Налоги забрали из системы 1 трлн руб. и временно повысили RUONIA

Сегмент "овернайт" наиболее интересен банкам

Плавающая ставка от Минфина создала арбитраж

Новое бюджетное правило расширяет канал ликвидности

Банковский сектор

Обзор банковского сектора: нетипичный приток валюты на корпоративные счета

Физлица обусловили основной приток рублевой ликвидности в декабре

Обзор банковской системы: декабрь унес большой объем валютной ликвидности, а январь ничего не принесет

Обзор банковского сектора за ноябрь: котировки нефти сгладили дефицит валютной ликвидности



#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

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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

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

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу в сети Интернет <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.