



3 декабря 2018 г.

<b>Сегодня в фокусе</b>	<b>Мировые рынки</b>	Итог переговоров США и Китая дает «отмашку» предновогоднему ралли
	<b>Рынок ОФЗ</b>	Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае
	<b>Валютный и денежный рынок</b>	«Тонкие настройки» от ЦБ должны подтолкнуть RUONIA вверх
	<b>Рынок корпоративных облигаций</b>	Газпром: рост дивидендов не скажется на долговой нагрузке

## Мировые рынки

### **Итог переговоров США и Китая дает «отмашку» предновогоднему ралли**

Как мы и ожидали, в результате субботней встречи лидеров США и Китая на саммите G-20, провала переговоров, крайне невыгодного обеим сторонам, не произошло. При этом и каких-то конкретных договоренностей достигнуто не было: был лишь установлен срок 90 дней, в течение которого такие договоренности должны появиться, а США пока не будут вводить любые повышенные тарифы на китайские товары. В обмен Китай обязался значительно увеличить импорт американских товаров (в частности, снизить или полностью отменить пошлину на автомобили, тогда как сейчас она составляет 40%) для сокращения профицита торгового баланса с США (детали не были опубликованы).

В отсутствие конкретной сделки комментарий Д. Трампа, что «это была потрясающая и плодотворная встреча с безграничными возможностями как для США, так и Китая», может свидетельствовать о том, что США на самом деле хотят заключить сделку не меньше, чем Китай, а предыдущие высказывания Д. Трампа «отсутствие сделки это тоже хорошо» обусловлен подготовкой «психологической почвы» к переговорам. Такой разворот риторики США в адрес Китая от обвинительной к конструктивной был позитивно воспринят участниками финансовых рынков: фьючерсы на S&P сегодня торгуются с ростом почти на 2%, что отражает возвращение аппетита к риску.

Ралли цен на нефть (+5% до 62 долл./барр. Brent) также вызвано озвученным намерением РФ и Саудовской Аравии продлить соглашение о сокращении нефтедобычи. До конца этого года «энергетический коктейль» в виде «голубиной» риторики ФРС вместе со значительным падением вероятности торговой войны, скорее всего, позволит сформировать «бычий» тренд, который позволит приблизиться или даже превысить максимумы этого года.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Рынок ОФЗ

**Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае**

В интервью Bloomberg представитель Минфина высказался относительно изменения ситуации на первичном рынке ОФЗ: 1) стало больше заявок на ОФЗ по тем уровням, которые Минфин не готов удовлетворять (доходности и так высоки), ведомство готово предоставлять премию по доходности 3-5 б.п.; 2) нерезиденты перестали быть активными покупателями, хотя около трети спроса приходится на дочки иностранных банков; 3) несмотря на отсутствие потребности в заимствованиях (в следующие 1-2 года бюджетный профицит будет покрывать погашения и проценты) Минфин будет отменять аукционы лишь в крайнем случае, по возможности будет предоставлять длинные бумаги.

По нашему мнению, с точки зрения локальных банков (именно они являются основными участниками рынка в отсутствие нерезидентов) доходности на рынке ОФЗ не выглядят высокими, особенно на фоне растущих ставок денежного рынка (о/п РЕПО уже на 25 б.п. выше ключевой ставки) из-за оттока рублевой ликвидности по бюджетному каналу, и, скорее всего, этот процесс продолжится в следующем году.

Кроме того, с большой вероятностью ЦБ РФ повысит ключевую ставку в декабре. Ужесточение санкционной риторики, если не в этом, то в следующем году (пока все складывается в пользу этого события), усилит продажи нерезидентов, доля которых на рынке все еще высока (24,4% на 1 ноября). В итоге интересными выглядят спекулятивные продажи среднесрочных и длинных госбумаг перед аукционами с обратной покупкой на них (разница в доходностях составляет 5—15 б.п.). О популярности таких сделок свидетельствуют пункты 1) и 2) выше, а обусловлены они пунктом 3) и «навесом» санкций.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Валютный и денежный рынок

**«Тонкие настройки» от ЦБ должны подтолкнуть RUONIA вверх**

Основные выплаты налогов завершились – перед ними RUONIA ожидаемо взмыла вверх (7,4-7,6%), однако потом достаточно быстро пришла в норму (7,29% на 29 ноября). И уже 30 ноября ЦБ провел «тонкую настройку» сроком на три дня (до 3 декабря). Обычно банки предъявляют большой спрос на депозиты от ЦБ с короткими сроками, но в этот раз, видимо, система была ослаблена налоговыми выплатами, и спрос оказался меньше лимита (189 млрд руб. против 290 млрд руб., предложенных ЦБ).

Сегодня ЦБ проводит еще один однодневный аукцион «тонкой настройки». Вообще ЦБ не часто решается на проведение подобных операций сразу после больших оттоков ликвидности, однако, на наш взгляд, в текущей ситуации на это есть несколько возможных причин:

- 1) Прогноз регулятора по притоку средств по бюджетному каналу

на текущую операционную неделю оказался консервативнее факта (он ждал в среднем 200 млрд руб., а пришло 270 млрд руб.), а в таких случаях регулятор, как правило, должен изъять ликвидность между регулярными недельными аукционами.

- 2) Завтра (4 декабря) завершается период усреднения, а банки, пройдя налоговые выплаты и поучаствовав в «тонкой настройке», подходят к нему даже с небольшим избытком средств на корсчетах (сегодня они могут сократиться еще на 100-200 млрд руб., и требования усреднения все равно будут выполнены). В этой связи, с учетом погашения средств по прошлому аукциону «тонкой настройки» спрос на сегодняшнем однодневном аукционе должен составить более 300-400 млрд руб. (при лимите в 720 млрд руб.).
- 3) Возможно, регулятор не удовлетворен тем, что RUONIA достаточно быстро опустилась ниже ключевой (несмотря на то, что у некоторых участников рынка сохраняются проблемы с ликвидностью, на что указывает высокая задолженность по коротким кредитам 312-П) и с помощью «тонкой настройки» хочет оказать на нее повышательное давление. Так, например, ставка междилерского биржевого РЕПО (в отличие от RUONIA) держится на уровнях 7,75% с самого момента пиковых налоговых выплат до настоящего момента (что также является индикатором дефицита ликвидности на рынке).

В итоге два аукциона «тонкой настройки» фундаментально должны оказать повышательное давление на RUONIA и вернуть ее к уровням, близким к ключевой ставке, в ближайшие дни.

**Станислав Мурашов**

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Рынок корпоративных облигаций

**Средняя цена в Европе достигла 251 долл./тыс. куб. м**

### **Газпром: рост дивидендов не скажется на долговой нагрузке**

В пятницу Газпром (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал очередные сильные результаты по итогам 3 кв. 2018 г. Благодаря росту экспортных продаж в Европу (+4% г./г. до 56,9 млрд куб. м) и восстановлению цен на этом направлении (+29% г./г. до 251 долл./тыс. куб. м) Газпрому удалось существенно улучшить свои финансовые показатели г./г.

**Закачка газа в хранилища «подрезала» свободный денежный поток**

Свободный денежный поток оказался относительно невысоким по причине сезонного роста оборотного капитала (на 123 млрд руб.) из-за закачки газа в хранилища, в целом же без учета оборотного капитала свободный поток превысил 162 млрд руб. Стоит отметить, что этот показатель за 9М 2018 составил более 450 млрд руб.

**Долговая нагрузка на комфортном уровне 1,0x**

Таким образом, подготовка к зимнему периоду не позволила сократить долговую нагрузку, которая в принципе находится на вполне комфортном уровне – 1,0x Чистый долг/EBITDA LTM. На конец периода на счетах компании накоплено 885,7 млрд руб., что полностью

покрывает краткосрочную задолженность (782,7 млрд руб.). Стоит также учитывать краткосрочные депозиты, которые отражены в прочих активах, в сумме 421,2 млрд руб.

**Газпром не готов тратить средства на дальнейшее погашение долга**

Тем не менее, мы полагаем, что большая часть краткосрочной задолженности будет рефинансироваться, так как Газпром не станет сокращать свою «подушку» ликвидности в текущих условиях. Тем более, что 2019 г. будет капиталоемким из-за завершающейся стадии проектов Северный поток – 2, Турецкий поток, Сила Сибири.

**Газпром увеличит дивиденды после 2х летней заморозки**

По нашим оценкам, чистый долг компании в 2019 г. практически не изменится: капитальные вложения могут составить 1,85 трлн руб., а дивидендные выплаты достичь 240-260 млрд руб., в то время как операционный денежный поток может составить около 2 трлн руб. Напомним, что из-за сильных финансовых результатов менеджмент компании заявил о готовности отказаться от трехлетней (2016-18 гг.) заморозки дивидендов на уровне около 8 руб. на акцию (или в сумме 190 млрд руб.) и увеличить дивиденды до двухзначного значения уже по итогам 2018 г.

Евробонды GAZPRU 26, номинированные в евро, выглядят дорого в сравнении с недавно размещенными суверенными облигациями Russia 25 (@2,875%), текущий спред 45 б.п. между выпусками выглядит узким, между долларовыми выпусками он составляет 77 б.п. (GAZPRU 27 – Russia 27). Учитывая изменившуюся риторику ФРС, длинные долларовые выпуски Газпрома могут быть интересны для спекулятивной покупки (с начала ноября они сильно просели). Однако стоит принимать во внимание риски: первичное предложение от эмитента и/или риск санкций.

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2018	3 кв. 2017	изм.	9М 2018	9М 2017	изм.
Выручка	1 939 378	1 437 580	+35%	5 908 639	4 627 187	+28%
ЕБИТДА	663 267	356 612	+86%	1 861 087	1 144 216	+63%
Рентабельность по ЕБИТДА	34,2%	24,8%	+9,4 п.п.	31,5%	24,7%	+6,8 п.п.
Чистая прибыль	400 535	207 571	+93%	1 064 086	615 625	+73%
Чистая рентабельность	20,7%	14,4%	+6,2 п.п.	18,0%	13,3%	+4,7 п.п.
Операционный денежный поток*	404 417	169 949	+2,4x	1 519 600	975 944	+56%
Капитальные вложения	-400 467	-336 315	+19%	-1 191 595	-987 823	+21%
Свободный денежный поток*	3 950	-166 366	-	328 005	-11 879	-

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2018	30 июня 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 512 327	3 367 321	+4%
Краткосрочный долг	782 760	791 524	-1%
Долгосрочный долг	2 729 567	2 575 797	+6%
Чистый долг**	2 205 385	1 937 689	+14%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM***	1,00x	1,02x	-

\*До вычета процентных платежей и без учета изменения депозитов в оборотном капитале;

\*\* За вычетом краткосрочных депозитов;

\*\*\* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**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

Добыча нефти «маскирует» слабость промышленности	19.11.2018
ВВП: факт все больше расходится с ожиданиями властей	14.11.2018
Импорт слабеет вслед за внутренним спросом	13.11.2018
Население «вышло в нал»	02.11.2018
Ускорению ВВП в сентябре помешали промышленность и сельское хозяйство	19.10.2018
Потребительский сектор: сентябрь не принес хороших новостей	18.10.2018

### Инфляция

Инфляция: ожидаемое движение к цели	07.11.2018
Улучшение инфляционных ожиданий не смягчило ЦБ	31.10.2018

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ задумался о повышении ставки даже при умеренной инфляции	16.11.2018
---	------------

### Бюджетная политика

Снижение профицита бюджета осталось незамеченным для рынка МБК	15.11.2018
Новый бюджет не смог вместить амбициозные цели майского указа	23.10.2018
Поправки в Федеральный бюджет увеличили финансирование регионов и госкорпораций	22.10.2018

### Рынок облигаций

Еще одна волна исхода нерезидентов, факторов для роста котировок почти нет	12.11.2018
Первичная пауза затягивается, равновесие выглядит шатким	26.09.2018
Крупные локальные покупатели поменяли настрой всего рынка	19.09.2018
Государство готово защитить госдолг от «очень стрессового сценария»	06.09.2018

### Валютный рынок

Возобновление покупок валюты ЦБ зависит только от волатильности	16.11.2018
Платежный баланс: рубль проигнорировал нефтяной позитив из-за внешних обязательств и опасения санкций	13.11.2018
Казначейство открывает источник валютной ликвидности	02.11.2018
Платежный баланс: вывоз капитала не позволяет рублю заметить сильный текущий счет	10.10.2018

### Денежный рынок

Отсутствие интервенций и слабый рубль уведут RUONIA выше ключевой ставки	09.10.2018
ЦБ ожидает меньший приток ликвидности из-за отмены интервенций	19.09.2018
Бюджетный канал увеличит стерилизацию ликвидности до конца года	13.09.2018
Дефицит ликвидности у ряда банков вряд ли окажет давление на ставки МБК	12.09.2018

### Банковский сектор

Приток валюты произошел вместе с аномальным всплеском кредитования	16.10.2018
Ожидания санкций давят на валютное фондирование банков	02.10.2018



# #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  
Газпром нефть  
Лукойл

Новатэк  
Роснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
ПМХ/Кокс  
Металлоинвест  
НЛМК

Норильский Никель  
Русал  
Северсталь  
ТМК  
Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON  
Мегафон

МТС  
Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим  
СИБУР

Уралкалий  
ФосАгро

### Розничная торговля

X5  
Магнит

Лента  
О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот  
Global Ports

### Прочие

АФК Система



# #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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Константин Бальхаев		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

---

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
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

### 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)<sup>1</sup>, 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 <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет 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».

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