



12 декабря 2018 г.

Сегодня в фокусе	Рынок ОФЗ	Минфин сократил дюрацию, но не снизил предложение
	Валютный и денежный рынок	Платежный баланс: аномальный взлет сальдо на падающей нефти
	Рынок корпоративных облигаций	РусГидро: перенос капвложений временно поддержит свободный денежный поток в 2018 г.

Рынок ОФЗ

Минфин сократил дюрацию, но не снизил предложение

После очень слабых итогов аукционов на прошлой неделе (когда Минфину пришлось предоставить заметную премию, чтобы реализовать длинные бумаги), ведомство вновь сместило предложение в короткую дюрацию (3-летние ОФЗ 25083 и плавающие 29012 с купоном 6M RUONIA + 40 б.п.), однако по каким-то причинам не стало сокращать объем (16,2 млрд долл. - все оставшиеся доступные к размещению ОФЗ 25083 и 5 млрд руб. по ОФЗ 29012).

За прошедшую неделю доходности коротких и среднесрочных выпусков сместились вверх на 5-10 б.п. Размещаемые ОФЗ 25083 с УТМ 8,33% имеют спред 80 б.п. к о/п РЕПО, который выглядел бы интересным для покупки, если бы не ожидаемое нами повышение ключевой ставки на декабрьском заседании, а также не отток рублевой ликвидности (=дальнейшее повышение ставки о/п РЕПО). Лучшей альтернативой выпуску ОФЗ 29012 являются ОФЗ 29006, покупка которых вместе с продажей 6-летних IRS (с 9,22% vs 3M MosPrime) транслируется в синтетическую фиксированную доходность 9,5% годовых (+100 б.п. к кривой ОФЗ). Мы не ожидаем, что ведомству удастся реализовать весь объем без ценовых дисконтов ко вторичному рынку.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Валютный и денежный рынок

Увеличение сальдо счета текущих операций, произошедшее при стабильном импорте и падающей нефти...

Платежный баланс: аномальный взлет сальдо на падающей нефти

Вчера были опубликованы предварительные данные по платежному балансу за январь-ноябрь, согласно которым (если ЦБ РФ не решил внутри квартала пересмотреть данные за октябрь) сальдо счета текущих операций в ноябре взлетело до 16,4 млрд долл. (+35,5% м./м.). Такой взлет оказался неожиданным, так как произошел на фоне падения средней цены нефти (с 80,6 долл. в октябре до 65,9 долл. за барр. Brent) при стабильном курсе рубля (66,6 руб. против 65,8 руб. за долл.), то есть ослабление рубля было совсем незначительным, чтобы как-то заметно повлиять на объем импорта. Исходя из опубликованных данных ФТС по импорту из дальнего зарубежья, мы оцениваем весь импорт в ноябре в размере 20,6 млрд долл., что лишь на 470 млн долл.

ниже м./м.

В отличие от предыдущих месяцев этого года опубликованные данные за ноябрь сильно разошлись с оценками нашей модели (исходя из нее, сальдо должно было бы составить всего 6-8 млрд долл., принимая во внимание произошедшее падение рублевой цены нефти на 17,3%, то есть фактическое укрепление рубля). По нашему мнению, всплеск сальдо в ноябре мог быть частично обусловлен экспортом машин и оборудования по контрактам ОПК. Так, например, по сообщениям СМИ в ноябре «Россия провела сделку с Турцией на поставку зенитной ракетной системы С-400 не в долларах». Совершение этой и возможно некоторых других сделок (в частности, в СМИ упоминались военные контракты с Индией), вероятно, и нашло отражение в данных по платежному балансу.

... имеет специфический характер, поскольку не привело к укреплению рубля

Одновременно с всплеском сальдо счета текущих операций произошло и резкое увеличение вывоза капитала частным сектором (сальдо финансовых операций частного сектора с нерезидентами) с 10,3 млрд долл. в октябре до 16,3 млрд долл. Учитывая спад опасений санкций в ноябре, такой большой вывоз капитала выглядит нетипичным (как и увеличение сальдо счета текущих операций), и, вероятно, он частично обусловлен спецификой расчетов по экспортным сделкам ОПК (могут быть с рассрочкой платежей или формами взаимозачетов). Из-за такого большого оттока капитала в ноябре рубль проигнорировал позитивную динамику сальдо счета текущих операций.

В декабре мы ожидаем сальдо текущего счета вблизи нуля (по причине пика дивидендных выплат 5,4 млрд долл., по нашим оценкам) при текущей нефти (60 долл./барр. Brent) и курсе рубля (66,5 руб./долл.), чего недостаточно для выплат по внешнему долгу и будет способствовать ослаблению рубля.

С конца января 2019 г. вероятно заметное ослабление рубля, если интервенции будут регулярными

В январе 2019 г. рубль испытает поддержку от сезонного фактора (сокращения импорта из-за продолжительных праздников). Сальдо текущего счета, при прочих равных, составит 14 млрд долл., что превышает объем возможных интервенций ЦБ РФ и выплат по внешнему долгу, это сдержит рубль от ослабления, однако в последующие месяцы мы ожидаем ослабления рубля. По нашим оценкам, при текущих ценах на нефть и курсе рубля сальдо счета текущих операций в 2019 г. составит всего лишь 33 млрд долл., чего будет недостаточно даже для выплат по внешнему долгу (54 млрд долл. к погашению, из них рефинансировано, скорее всего, будет не более половины). Если в таких условиях в январе будут возобновлены регулярные валютные интервенции, то это приведет к существенному ослаблению рубля от текущих уровней (+10 руб. в среднем до 73-77 руб./долл.). Кроме того, стоит учитывать дополнительный отток капитала, связанный с возможным введением санкций.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Рынок корпоративных облигаций

Гидрогенерация в Сибири поддержала EBITDA, чистая прибыль снизилась г./г. из-за переоценки по форварду

РусГидро: перенос капвложений временно поддержит свободный денежный поток в 2018 г.

РусГидро (BBB-/Ba1/BBB-) вчера опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2018 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка (включая субсидии на Дальнем Востоке) повысилась на 8% г./г. до 87 млрд руб., EBITDA - на 5% г./г. до 21,1 млрд руб. благодаря росту рентабельной гидрогенерации на 4,3% г./г. (+5,5% г./г. до 21,4 млрд руб. по показателю EBITDA), несмотря на увеличение на 4% г./г. убыточной угольной генерации в неценовой зоне на Дальнем Востоке и повышения цен на уголь. Гидровыработка была поддержана главным образом рекордным уровнем воды в Сибири, где генерация выросла почти на 50% г./г., компенсировав падение в Центральном регионе на 20% г./г. Тем не менее, несмотря на рост EBITDA, убыток по переоценке форварда ВТБ (1,7 млрд руб. против дохода в 0,7 млрд руб. в 3 кв. 2017 г.) из-за падения цены акций РусГидро в 3 кв. сильно ударил по чистой прибыли компании, которая упала на 15% г./г. до 9 млрд руб.

Свободный денежный поток по итогам года может быть в плюсе из-за переноса капвложений, но окажется отрицательным в 2019 г.

В свою очередь, несмотря на повышение операционного денежного потока на 14% г./г. до 16,7 млрд руб. (вслед за ростом EBITDA), свободный поток остался в отрицательной зоне в 3 кв. (-3,4 млрд руб.). Тем не менее, из-за переноса части капвложений на 2019 г. и далее (на 2018 г. инвестиции снижены на 22% до 82 млрд руб.), по итогам 2018 г. он может оказаться близким к нулю или даже в небольшом плюсе (5-10 млрд руб.). Однако, с учетом капвложений в объеме 96 млрд руб. в следующем году он вновь может стать отрицательным даже при вводе Зарамагской ГЭС-1 в начале 2019 г. (станция должна добавить около 10 млрд руб. к EBITDA и 8 млрд руб. к свободному потоку), но ввод может быть задержан вплоть до 2 кв. 2019 г.

Долговая нагрузка временно увеличилась кв./кв. из-за выплаты дивидендов, но остается на комфортном уровне

В 3 кв. РусГидро выплатила 11 млрд руб. дивидендов за 2017 г., что с учетом отрицательного свободного денежного потока повысило чистый долг на 9% кв./кв. до 126,6 млрд руб. (вкл. обязательства по форварду ВТБ). Однако долговая нагрузка по-прежнему остается на комфортном уровне (1,1x Чистый долг/EBITDA против 1x на конец прошлого квартала). На данный момент ликвидная подушка (денежные средства + неиспользованные кредитные линии) составляет почти 290 млрд руб., а вкуче с операционным потоком (до 90 млрд руб. в следующем году) более чем покрывают капвложения (96 млрд руб. в 2019 г.), обслуживание краткосрочного долга (22 млрд руб.) и даже удвоение дивидендов за 2018 г. (до около 20 млрд руб.) в случае более низких обесценений новых станций в конце этого года.

В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2018	3 кв. 2017	изм.	9М 2018	9М 2017	изм.
Выручка	87,2	81,1	+8%	288,1	268,7	+7%
Скоррект. EBITDA	21,1	20,1	+5%	81,0	71,6	+13%
Рентабельность по EBITDA	24%	25%	-1 п.п.	28%	27%	+1 п.п.
Чистая прибыль/убыток	9,0	10,5	-15%	44,6	32,6	+37%
Операционный поток	16,7	14,7	+14%	57,7	46,9	+23%
Капвложения	17,3	14,7	+17%	45,2	41,1	+10%
Свободный денежный поток**	-3,4	-1,6	-	5,7	0,2	+27x
В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2018			30 июня 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.*	196,4			188,0		+4%
Краткосрочный долг	21,6			49,4		-56%
Долгосрочный долг	174,8			138,6		+26%
Чистый долг	126,6			115,6		+9%
Чистый долг/EBITDA LTM***	1,12x			1,03x		-

*Вкл. обязательства по форвардному контракту перед ВТБ

** После уплаты процентов

*** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рублевые евробонды эмитента предлагают премию к ОФЗ 90-100 б.п. (в частности, недавно размещенные HYDRRM 22 @ 8,975% имеют YTM 9,2%), которая, по нашему мнению, является адекватной набору кредитных рейтингов. В то же время уровень рублевых ставок сейчас выглядит низким в сравнении с риском предстоящего в следующем году ослабления рубля.

Сергей Гарамита

sergey.garamita@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (1836)

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

Инвестиционный импорт обвалился к концу года	06.12.2018
Росстат увидел ускорение инвестиций в 3 кв. 2018 г.	04.12.2018
Новое соглашение ОПЕК+ сулит замедление российской экономики	30.11.2018
Потребительский спрос в октябре: худшие показатели за год	21.11.2018
Добыча нефти «маскирует» слабость промышленности	19.11.2018
ВВП: факт все больше расходится с ожиданиями властей	14.11.2018

Инфляция

Умеренная инфляция вряд ли отсрочит повышение ставки	07.12.2018
Инфляция: ожидаемое движение к цели	07.11.2018

Монетарная политика ЦБ

Высокие инфляционные ожидания и планы возобновить интервенции обосновывают повышение ставки в декабре	29.11.2018
ЦБ готовит рынок к повышению ставки в декабре	22.11.2018

Бюджетная политика

Снижение профицита бюджета осталось незамеченным для рынка МБК	15.11.2018
--	------------

Рынок облигаций

Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае	03.12.2018
Нерезиденты продолжают выход из РФЗ	28.11.2018
Евробонды удалось разместить лишь с дисконтом	28.11.2018
И только все начало налаживаться...	27.11.2018

Валютный рынок

Казначейство тестирует рынок валютных свопов	05.12.2018
Валюты от Казначейства РФ не будет	23.11.2018
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

Денежный рынок

«Тонкие настройки» от ЦБ должны подтолкнуть RUONIA вверх	03.12.2018
Не все ставки МБК замечают ухудшение ситуации с ликвидностью	26.11.2018

Банковский сектор

Банки нарастили запас валюты, но до конца года его не хватит	21.11.2018
Приток валюты произошел вместе с аномальным всплеском кредитования	16.10.2018



#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)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 <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».

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