



30 августа 2018 г.

## Экономика

### Путин поставил финальную точку в пенсионной реформе

Вчера В. Путин призвал смягчить некоторые параметры пенсионной реформы. В целом изменения оказались ожидаемыми и не поменяли сути реформы - она позволит сэкономить бюджету значительные средства, но, на наш взгляд, по-прежнему будет сдерживать экономический рост. При этом интересно обратить внимание на два предложения президента: 1) повысить пенсионный возраст для женщин до 60 лет (а не до 63 лет) и 2) увеличить максимальное пособие по безработице для граждан предпенсионного возраста с 4 900 руб. до 11 280 руб. с 2019 г.

Первое предложение, по нашим расчетам, не затронет ход реформы в ближайшие 6 лет: для женщин пенсионный возраст повысится до 60 лет лишь к 2027 году. При этом потери в экономии средств бюджета будут небольшими: при повышении возраста на 63/65 лет, по нашим расчетам, она составила бы 18 трлн руб. за 15 лет (с 2019 г. по 2033 г.), а с учетом предложения В. Путина (60/65) - 16,5 трлн руб. (т.е. разница лишь 1,5 трлн руб., которая будет проявляться с 2028 г. по 2033 г.). Отметим, что к тому моменту политика властей, а также экономические условия могут поменяться, что может в итоге вылиться в пересмотр реформы (с возможным ее ужесточением).

Второе предложение, на наш взгляд, могло бы значительно сгладить негативный эффект от реформы на экономику. Напомним, что, по нашим оценкам, основной негатив исходит от того, что значительная часть людей, попавших под отсрочку выхода на пенсию, не смогут устроиться на работу и, будучи уже лишенными права на пенсию, останутся без доходов. Пособие по безработице, сопоставимое со средней пенсией (13,3 тыс. руб.), могло бы поддержать этих людей в течение года. Однако вряд ли это будет реализовано именно так (например, по действующим правилам, нескольких отказов от предлагаемой биржей труда вакансии достаточно, чтобы пособие было снижено до минимальных уровней ~800 руб./мес.). Вероятно, власти рассчитывают, что нагрузка по обеспечению этих людей доходами должна лечь на работодателей (президент предложил ввести ответственность вплоть до уголовной за увольнение людей предпенсионного возраста, а потому часть работодателей предпочтет отказаться от увольнения работника с низкой производительностью труда, чем попасть под ответственность).

## Рынок ОФЗ

### Риски все еще перевешивают возросшее carry

В результате вчерашнего аукциона Минфину удалось разместить большую часть (13,2 млрд руб.) из предложенных 3-летних ОФЗ (15 млрд руб.), однако для этого пришлось предоставить заметную премию (отсечка на уровне YTM 8,26% предполагает премию 10 б.п. к доходностям за день до аукциона). Это свидетельствует о том, что текущий относительно высокий спред в размере 100 б.п. к RUONIA по коротким выпускам не является достаточной компенсацией за риск введения санкций (из-за чего произойдет ослабление рубля, и возрастут доходности госбумаг, при этом ЦБ РФ может даже повысить ключевую ставку).

## Рынок корпоративных облигаций

### Газпром: долговая нагрузка возрастет на пике инвестиций

Газпром (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал сильные финансовые результаты за 2 кв. 2018 г.: выручка выросла на 31% г./г. до 1,82 трлн руб., EBITDA - на 66% г./г. до 571,9 млрд руб., чистая прибыль - более чем в 4 раза до 271 млрд руб., свободный денежный поток - на 28% до 54,4 млрд руб. Высокие показатели обеспечены восстановлением цен на газ для европейских потребителей до 14,74 тыс. руб. за тыс. куб. м с 10,98 тыс. руб. годом ранее при том, что объем продаж в дальнейшем зарубежье вырос лишь на 6,5% г./г. до 57 млрд куб. м. По итогам кв. долговая нагрузка снизилась до 1,0x Чистый долг/EBITDA с 1,1x кв. ранее, однако в целом мы полагаем, что она возрастет, т.к. компания находится на пике инвестиционного цикла - в ближайшие 2 года ей предстоит запустить крупные проекты, в т.ч. Сила Сибири, Северный поток-2, Турецкий поток. Менеджмент подтвердил, что инвестпрограмма Газпрома в 2018 г. превысит 2 трлн руб., из-за чего, возможно, свободный денежный поток окажется в отрицательной зоне. Стоит учитывать, что компании также необходимо выплатить дивиденды >190 млрд руб., а текущая краткосрочная задолженность (791,5 млрд руб.), по нашему мнению, будет большей частью рефинансирована. На счетах компании накоплено более 1,4 трлн руб. свободных денежных средств, но мы полагаем, что Газпром не готов снижать "подушку" ликвидности в текущих условиях. Так, если будут применены финансовые санкции к проекту Северный поток-2, Газпрому придется самостоятельно финансировать проект (оценивается в 8 млрд евро). В рамках долгосрочных инвестиций интерес может представлять GAZPRU 34 (по цене 122% от номинала, YTM 7,0%), который предлагает самый широкий среди корпоративных бумаг 1-го эшелона спред (145 б.п.) к суверенной кривой. Включение эмитента в список SDN мы считаем событием с близкой к нулю вероятностью.

ЛУКОЙЛ: хорошие результаты увеличивают программу обратного выкупа. См. стр. 2

## ЛУКОЙЛ: хорошие результаты увеличивают программу обратного выкупа

**Долговая нагрузка упала до 0,2х Чистый долг/EBITDA LTM**

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB/Vaa3/BBB+) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2018 г., которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. Так, на фоне восстановления цен на нефть (цена Urals выросла на 11% кв./кв. до 72,3 долл./барр.) и ослабления рубля (на 9% до 61,8 руб./долл.), выручка повысилась на 26% кв./кв., EBITDA - на 34% кв./кв., прибыль - на 53% кв./кв. Капитальные вложения продолжают сокращаться (-12% кв./кв.), поддерживая рост свободного денежного потока (+3,0х кв./кв.). В результате чистый долг сократился на 35% до 203 млрд руб., а краткосрочная задолженность составляет лишь 56,3 млрд руб. Долговая нагрузка упала до 0,2х Чистый долг/EBITDA с 0,4х кварталом ранее.

**Операционный денежный поток покрывает все потребности компании**

Мы полагаем, что ЛУКОЙЛу не нужны новые займы, и компания продолжит сокращать капвложения и общий долг. В 2018 г. капзатраты (500 млрд руб.) и дивидендные выплаты (~150 млрд руб. без учета казначейских акций) будут полностью покрыты операционным денежным потоком (более 850 млрд руб.). Оставшиеся средства от операционного денежного потока (200 млрд руб.) могут быть направлены на погашение текущей краткосрочной задолженности (56,3 млрд руб.), а также на программу обратного выкупа акций.

**Обратный выкуп акций в 2019 г. может превысить 60 млрд руб.**

Напомним, по новой стратегии компании дополнительный свободный денежный поток (полученный при цене на нефть выше 50 долл./барр.) будет в равной пропорции направлен на реинвестирование и обратный выкуп акций. По нашим оценкам, по итогам 2018 г. на обратный выкуп может быть направлено свыше 60 млрд руб. На примерно такую же сумму могут вырасти и капитальные вложения в 2019 г., если компания найдет привлекательные объекты для инвестирования. Приоритетом для реинвестирования будут проекты органического роста по добыче нефти с минимальной целевой доходностью 15%.

### Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2018	1 кв. 2018	изм.	1П 2018	1П 2017	изм.
Выручка	2 056 058	1 630 728	+26%	3 686 786	2 790 769	+32%
EBITDA	295 151	219 524	+34%	514 675	386 689	+33%
Рентабельность по EBITDA	14,4%	13,5%	+0,9 п.п.	14,0%	13,9%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	167 322	109 058	+53%	276 380	200 954	+38%
Чистая рентабельность	8,1%	6,7%	+1,5 п.п.	7,5%	7,2%	+0,3 п.п.
Операционный денежный поток	242 949	166 992	+45%	409 941	337 901	+21%
Капитальные вложения	-105 994	-121 086	-12%	-227 080	-254 922	-11%
Свободный денежный поток	136 955	45 906	+3,0х	182 861	82 979	+2,2х
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2018			31 марта 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	542 279			609 390		-11%
Краткосрочный долг	56 297			128 150		-56%
Долгосрочный долг	485 982			481 240		+1%
Чистый долг	203 070			312 635		-35%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,21х			0,37х		-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Спред LUKOIL 26 - RUSSIA 26 составляет всего 32 б.п. и является одним из самых узких среди российских бумаг 1-го эшелона. В условиях продолжающегося повышения долларовых ставок мы отдаем предпочтение коротким выпускам (TMENRU 20 с YTM 4,6%).

**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

Пенсионная реформа замедлит восстановление экономического роста

Инвестиции поддерживают рост импорта

Машиностроение и металлургия обеспечили пересмотр промпроизводства

Рост ВВП: надежд на активизацию внутреннего спроса мало

Эффект базы и завершение «предвыборных» выплат испортили статистику по доходам

ВВП «выбрался из ямы» конца 2017 г.

Росстат по-новому взглянул на промышленность

Может ли пенсионная реформа ускорить рост экономики?

Налоги и пенсии: решения выходного дня

Повышение пенсионного возраста и НДС: Правительство пошло на трудные решения

### Рынок облигаций

Снижение спроса нерезидентов на ОФЗ: эффект на рубль

Минфин не стал корректировать план, несмотря на падение спроса

### Валютный рынок

Отмена репатриации валютной выручки для санкционных экспортеров усилит давление на рубль

ЦБ дестимулирует валютное кредитование для повышения уровня ликвидности?

Санкции и рост долларовых ставок привели к оттоку долгового капитала

Платежный баланс: рост импорта и "нелюбовь" нерезидентов поддерживают слабый рубль и дефицит валюты

### Инфляция

Цены на бензин подгоняют инфляционные ожидания уже второй месяц подряд

Птичий грипп пока не страшен инфляции

Недельная инфляция готовится к "скачку" в результате повышения тарифов

НДС меняет монетарные условия уже сейчас

### Монетарная политика ЦБ

Итоги заседания ЦБ: без снижения в этом году?

ЦБ все же обеспокоен ростом цен на бензин - снижение ставки, похоже, откладывается

Ближайшее заседание ЦБ: фокус на майские данные по инфляции и инфляционным ожиданиям

### Бюджетная политика

Профицит бюджета не отменяет притока ликвидности

### Денежный рынок

Расширение доступа банков к рублевым бюджетным остаткам: смягчение будет почти незаметным

Рост задолженности банков перед ЦБ поддерживает высокие ставки МБК

Основные налоговые выплаты добавили «остроты» на МБК

### Банковский сектор

Банковская система: в июне образовался дефицит валютной ликвидности

ЦБ РФ вновь повышает RW в надежде сдержать рост потребительского кредитования

Банковская система: запас свободной валютной ликвидности исчерпан (негативно для рубля и базиса)



# #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
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
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)<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 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».

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