



6 февраля 2019 г.

Сегодня в фокусе

Валютный и денежный рынок

Переусреднение банков вызвало временный избыток рублей на МБК

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: сырьевой дивизион «вытянул» результаты

Роснефть: держит курс на сокращение долговой нагрузки

Валютный и денежный рынок

Переусреднение банков вызвало временный избыток рублей на МБК

Вчера Минфин объявил, что направит на регулярные покупки валюты в феврале 194 млрд руб. (допдоходы составили 203,6 млрд руб., что совпало с нашими ожиданиями, а корректировка, которую ведомство делает, в случае если в прошлом месяце купило валюты больше, чем фактические допдоходы: -9,6 млрд руб.). Объем отложенных покупок составит еще 56 млрд руб. Таким образом, с 7 февраля по 6 марта будет куплено в совокупности 3,8 млрд долл. Пока такие значения практически незаметны для рубля с учетом сохраняющегося сезонно сильного счета текущих операций.

Напомним, что старт отложенных покупок (643 млрд руб. в этом году) сделает бюджетный канал нетто-поставщиком ликвидности, что будет как минимум способствовать сохранению дисконта ставки RUONIA к ключевой (~20 б.п.). Ее повышение возможно, на наш взгляд, лишь на короткий период и может быть вызвано оттоком под основные налоги и/или потребности в выполнении нормативов ФОР. Однако усреднение не всегда будет негативным фактором: например, к окончанию завершившегося вчера периода усреднения банки подошли с избыточным объемом корсчетов (2,4 трлн руб. в среднем), и некоторым участникам даже пришлось разместить заметный объем средств на фиксированный депозит в ЦБ (547 млрд руб. по 6,75%). Чтобы временный избыток ликвидности не повлиял на снижение ставок МБК, регулятор провел «тонкую настройку» на 1 день (банки разместили 1,35 трлн руб.). Но вероятно, что временный избыток все же успел выразиться в небольшой просадке RUONIA 5 февраля.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: сырьевой дивизион «вытянул» результаты

Северсталь (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовала в целом нейтральные финансовые результаты за 4 кв. 2018 г. по МСФО. Выручка повысилась на 1% кв./кв. до 2,08 млрд долл. в результате ее роста в сырьевом дивизионе на 20% до 563 млн долл., несмотря на падение на 3% до 1,8 млрд долл. в стальном.

В стальном дивизионе выручка снижалась из-за цен и ухудшения структуры продаж

В стальном дивизионе выручка оказалась под давлением мировой тенденции снижения цен на сталь (в среднем на 5% кв./кв.), а также сокращения продаж продукции с добавленной стоимостью (-4 п.п., отметим существенное наращивание реализации слябов (+62%) при сокращении продаж ТБД (-16%), листа с полимерным покрытием (-20%)) при небольшом увеличении объемов реализации (+2% кв./кв.). В сырьевом дивизионе росли в целом как объемы реализации (окатыши +15% за счет реализации в т.ч. складских запасов, концентрат коксующегося угля +9% благодаря повышению объемов производства на шахтах Заполярная и Комсомольская), так и цены на железную руду (+10-13% кв./кв., на коксующийся уголь снизились на 2% кв./кв.).

В сырьевом – рост цен и объемов продаж привел к повышению выручки

Падение EBITDA в стальном дивизионе было компенсировано ростом в сырьевом

В итоге показатель EBITDA вырос на 3% кв./кв. до 794 млн долл.: его падение в стальном сегменте (-19%) было компенсировано ростом в сырьевом (+36%). Общая рентабельность повысилась на 0,9 п.п. до 38,1% (сырьевой дивизион продемонстрировал рост маржи на 7 п.п. до 61%).

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2018	3 кв. 2018	изм.	2018	2017	изм.
Выручка	2 085	2 063	+1%	8 580	7 848	+9%
EBITDA	794	768	+3%	3 142	2 577	+22%
Рентабельность по EBITDA	38,1%	37,2%	+0,9 п.п.	36,6%	32,8%	+3,8 п.п.
Чистая прибыль	578	455	+27%	2 051	1 355	+51%
Операционный поток	452	639	-29%	2 254	1 914	+18%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-210	-163	+29%	-466	-580	-20%
Капвложения	-224	-178	+26%	-688	-591	+16%
Финансовый поток	-1 045	-784	+33%	-2 557	-1 487	+72%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2018	30 сент. 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 455	1 492	-2%
Краткосрочный долг	110	149	-26%
Долгосрочный долг	1 345	1 343	0%
Чистый долг	1 227	438	+2,8x
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,39x	0,14x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Операционный денежный поток сократился на 29% кв./кв. до 452 млн долл. в основном в результате инвестиций в оборотный капитал (163 млн долл. (рост запасов и дебиторской задолженности) против высвобождения 18 млн долл. кв. ранее). Капвложения за кв. выросли на 26% до 224 млн долл., однако годовая цифра (688 млн долл.) не

Существенный рост чистого долга вызван выплатой дивидендов, однако его отношение к LTM EBITDA остается низким

дотянула до плана (~790 млн долл.). При этом мы отмечаем существенный рост чистого долга за 4 кв. (почти втрое до 1,2 млрд долл.) в результате снижения накопленных денежных средств (на 826 млн долл. до 228 млн долл.) после выплаты дивидендов (в объеме 1 млрд долл.). Тем не менее, долговая нагрузка остается на низком уровне 0,39x Чистый долг/LTM EBITDA (0,14x на начало кв.).

Для финансирования запланированной программы капзатрат потребуются заемные средства, однако рост долговой нагрузки не будет критичным

Компания подтвердила начало нового инвестиционного цикла и рост капвложений вдвое до 1,45 млрд долл. в 2019 г., при этом пиковыми будут также и 2020-2021 гг., затем планируется снижение капзатрат до 900 млн долл. в 2022 г. и до 750 млн долл. в 2023 г. Основными проектами развития на эти годы станут строительство доменной печи №3, коксовой батареи №11, расширение производства плоского проката для улучшения ассортимента, а также наращивание производства на Яковлевском руднике (в 2018 г. на нем произведено 1,2 млн т жрс, в 2019 г. планируется увеличить производство на 1 млн т, в 2020 г. – еще на 1,6 млн т до 3,8 млн т). При этом дивидендная политика компании предусматривает выплату 100% от FCF, если долговая нагрузка <1,0x, и при расчете этого FCF будет браться «базовый» уровень инвестиций прошлых лет в 800 млн долл. Таким образом, для финансирования намеченной программы капзатрат в полном объеме (сверх 800 млн долл.) потребуются заемные средства, что приведет к повышению долговой нагрузки. Однако оно не будет критическим: по нашим расчетам, даже при достаточно консервативном сценарии отсутствия роста EBITDA привлечение нового долга на капзатраты за 3 года приведет к росту долговой нагрузки лишь до 1,0x.

СП с Tenaris для выхода на рынок сварных OCTG выглядит логичным на фоне сокращения потребления ТБД

Также вчера компания сообщила о создании СП с итальянской Tenaris (51% у Северстали, 49% у Tenaris) для строительства завода по производству сварных нефтепромысловых труб OCTG мощностью 300 тыс. т в год в Сургуте. Общие инвестиции в СП составят 240 млн долл. (компания будет их нести пропорционально своим долям в СП) в течение 2 лет, основные затраты начнутся со следующего года (они в сарех пока не включены). Выход на рынок нефтегазовых труб для компании, на наш взгляд, выглядит вполне логичным, учитывая, что этот рынок намного перспективнее ТБД, спрос на которые зависит от крупных инфраструктурных проектов Газпрома (сейчас закупка труб по ним почти полностью завершена). Однако и конкуренция в этом сегменте достаточно высока. В основном в РФ производятся бесшовные OCTG, которые дороже сварных (крупнейший игрок - ТМК), но изготавливаются и сварные (ОМК модернизирует производство с 2016 г.). Преимуществом СП могут стать, например, технологии Tenaris по обработке швов и пр.

Спреды выпусков Северстали к суверенной кривой остаются расширенными

Спреды CHMFRU 21 (YTM 4,62%) и CHMFRU 22 (YTM 4,64%) к суверенной кривой по-прежнему остаются расширенными 100-120 б.п. (видимо, несмотря на снятие санкций с РУСАЛа, у инвесторов остаются опасения введения новых санкций в отношении крупных российских экспортеров). Среди краткосрочных выпусков мы обращаем внимание на VIP GTN 20 @ янв. 2020 г. с YTM 4,22%.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Падение цен на нефть не помешало показать сильные результаты по свободному денежному потоку

Роснефть: держит курс на сокращение долговой нагрузки

Роснефть (BBB-/Baa3/-) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2018 г., которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. Усилия Роснефти по сокращению долговой нагрузки уже транслировались в повышение рейтингов (до инвестиционного уровня «BBB-» от S&P). В 4 кв. 2018 г. из-за снижения цен на нефть марки Urals на 7% до 68,4 долл./барр. сократилась средняя рентабельность экспорта нефти на 21% кв./кв. до 16,4 долл./барр., что негативно отразилось на финансовых результатах компании. Так, выручка упала на 5% кв./кв., показатель EBITDA - на 24% кв./кв., чистая прибыль - на 32% кв./кв. Тем не менее, это не помешало Роснефти сгенерировать значительный денежный поток в 87 млрд руб. без учета дополнительного положительного эффекта в 67 млрд руб. от снижения оборотного капитала. В результате чистый долг компании сократился на 4% до 3,34 трлн руб. Однако общий долг увеличился на 9% кв./кв. до 4,39 трлн руб., а с учетом обязательств по предоплатам он вырос до 6,06 трлн руб.

Суммарные обязательства упали до 87,2 млрд долл.

Стоит отметить, что за 2018 г., по нашим оценкам, обязательства по предоплатам сократились до 24 млрд долл. с 31,1 млрд долл. При этом общий долг снизился до 63,2 млрд долл. с 69,7 млрд долл. Таким образом, только за 2018 г. Роснефть погасила суммарные обязательства на 13,5 млрд долл. Мы полагаем, что подобная тенденция продолжится и в 2019 г., и большая часть свободного денежного потока будет направлена на снижение долговой нагрузки.

Остаточная задолженность Венесуэлы составила 2,3 млрд долл.

На телефонной конференции Роснефть заявила, что не ожидает существенных проблем с активами в Венесуэле из-за политических рисков. Компания также отметила, что большая часть долга перед Роснефтью уже погашена, и на конец 2018 г. основной долг составлял 2,3 млрд долл.

Рост капзатрат до 1,2-1,3 трлн руб. предполагает отмену сделки ОПЕК+

Также менеджмент подтвердил, что Роснефть намерена увеличить капитальные вложения в 2019 г. до 1,2-1,3 трлн руб. по сравнению с 939 млрд руб. в 2018 г. При этом добыча компании может вырасти на 3-4,5%. Дополнительные капвложения Роснефть планирует направить на разработку ключевых проектов по добыче нефти и газа, включая Юганскнефтегаз, Ванкорский кластер, Юрубчено-Тохомское

месторождение, Русское месторождение, Таас-Юрях, Эргинский кластер и газовый актив Роспан. Однако стоит учитывать, что эти планы не предполагают продления сделки ОПЕК+ до конца 2019 г. По нашим оценкам, из-за ограничений ОПЕК+ добыча и инвестиции будут заметно ниже озвученных планов.

Тренд на сокращение долга сохранится

В целом мы считаем, что долговая нагрузка компании продолжит сокращаться, даже несмотря на увеличение капитальных вложений. В 2019 г., по нашим расчетам, операционный денежный поток может превысить 2 трлн руб., что достаточно для обеспечения капитальных вложений даже в размере 1,2-1,3 трлн руб., выплаты процентов (около 250 млрд руб.) и дивидендных выплат (около 280 млрд руб.).

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2018	3 кв. 2018	изм.	2018	2017	изм.
Выручка	2 165	2 286	-5%	8 238	6 014	+37%
ЕБИТДА	488	643	-24%	2 081	1 403	+48%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,5%	28,1%	-5,6 п.п.	25,3%	23,3%	+1,9 п.п.
Чистая прибыль	121	177	-32%	649	297	+2,2x
Чистая рентабельность	5,6%	7,7%	-2,2 п.п.	7,9%	4,9%	+2,9 п.п.
Операционный поток*	496	713	-30%	1 984	1 107	+79%
Капитальные вложения	258	227	+14%	939	956	-2%
Свободный денежный поток**	87	273	-68%	658	104	+6,3x
В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2018			30 сент. 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 391			4 019		+9%
Краткосрочный долг	978			843		+16%
Долгосрочный долг	3 413			3 176		+7%
Чистый долг	3 340			3 487		-4%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM***	1,6x			1,8x		-

*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

Андрей Полищук

andrey.polischuk@raiffeisen.ru

+7 495 221 9849



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Росстат («построил») фундамент для более высокого роста ВВП	28.01.2019
Обрабатывающие отрасли в 2018 г.: «жэппи-энда» не получилось	24.01.2019
В новый год без чуда	21.12.2018
Слабые доходы потребителей заставляют «залезать в долги»	20.12.2018
Промпроизводство: на нефтяной «подкормке»	18.12.2018
Ускорение экономики под конец года не сильно улучшит годовой результат	13.12.2018

Инфляция

ЦБ нашел редкий повод для оптимизма в слабом эффекте НДС на инфляцию	18.01.2019
Инфляция «выстрелила» до 4,3% г./г., но НДС ни при чем	14.01.2019

Монетарная политика ЦБ

Поиск ключей к ставке ЦБ РФ: меньше слов, больше цифр	15.01.2019
Итоги заседания ЦБ: настрой на повышение	17.12.2018

Бюджетная политика

Федеральный бюджет 2018: санации и размещения Казначейства компенсировали негатив от профицита на ликвидность	22.01.2019
Консервативная политика Минфина закрывает канал ликвидности	17.01.2019

Рынок облигаций

Нерезиденты продолжают выходить из ОФЗ, а для локальных инвесторов ОФЗ уступают депозитам ЦБ РФ	24.01.2019
Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае	03.12.2018
Нерезиденты продолжают выход из ОФЗ	28.11.2018

Валютный рынок

Отложенные интервенции: ЦБ «ловит» краткосрочный позитив	25.01.2019
Платежный баланс: рост сальдо в 4 кв. не дает повода для оптимизма	18.01.2019
Платежный баланс: аномальный взлет сальдо на падающей нефти	12.12.2018
Казначейство тестирует рынок валютных свопов	05.12.2018

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
--	------------



#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 Клебенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

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.