



Сегодня в фокусе

Экономика

Потребительский сектор: улучшение вряд ли возможно без бюджетных вливаний

Рынок корпоративных облигаций

Polys: временное сокращение продаж

Экономика

Потребительский сектор: улучшение вряд ли возможно без бюджетных вливаний

Рост доходов в 1П 2018 г. оказался временным

Недавно Росстат опубликовал баланс доходов и расходов населения за 2018 г. Динамика доходов в 4 кв. 2018 г. вновь перешла к падению в реальном выражении, и получилось, что активный рост 1-2 кв. 2018 г., как мы и опасались, оказался временным. Мы полагаем, что он был в основном обеспечен предвыборными расходами (в частности, повышением зарплат бюджетникам во исполнение майских указов 2012 г.). Так, если в целом за год реальные денежные доходы населения (не путать с реальными располагаемыми) выросли на 0,8% г./г., то без выплат по майским указам, по нашим оценкам, вместо роста случилось бы падение (-0,1% г./г.). В целом рост доходов происходит в основном за счет «белых» зарплат работников крупных и средних предприятий, из которых много бюджетных и квазигосударственных компаний (8% г./г. в реальном выражении), однако зарплаты работников малых предприятий и «серого» сегмента экономики (которые входят в расчет доходов в целом), по нашим оценкам, весь год показывали негативную динамику (-3% г./г.). Доля этих работников высока (~50% от всех занятых старше 15 лет). Социальные выплаты во 2П 2018 г. росли темпом инфляции, поэтому не внесли позитивного вклада в реальную динамику доходов.

Лишь предвыборные расходы оказались фактором временного роста доходов



мар-17 июн-17 сен-17 дек-17 мар-18 июн-18 сен-18 дек-18

Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Потребление сдерживается ростом обязательных платежей



мар-17 июн-17 сен-17 дек-17 мар-18 июн-18 сен-18 дек-18

Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

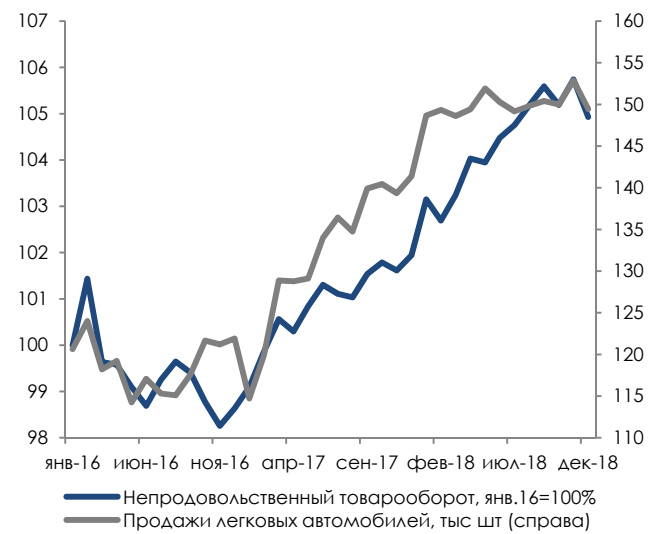
Траты сдерживаются ростом обязательных платежей

Очевидно, что слабость доходов населения негативно отражается на возможностях населения тратить. Еще одним важным фактором, сдерживающим потребление, является ускорение обязательных платежей (из-за чего реальные располагаемые доходы вообще не смогли выйти в плюс в прошлом году). Мы полагаем, что помимо роста тарифов это вызвано увеличением общей массы платежей по кредитам (так, за год задолженность населения по кредитам в рублях выросла на 22%). Отметим, что население уже который год все меньше отчисляет на сбережения в основном потому, что не хватает ресурсов на текущие расходы, однако еще и по причине относительно низких ставок по депозитам.

Индикаторы ритейла указывают на стагнацию



Источник: Ромир, Росстат, оценки Райффайзенбанка



Источник: Росстат, АЕБ, оценки Райффайзенбанка

Альтернативные индикаторы подтверждают слабость потребсектора

Слабость потребительских возможностей выражается в неуверенной динамике альтернативных индикаторов потребительской активности. Так, за последние кварталы, индикаторы ритейла испытали позитив лишь от единовременной выплаты пенсионерам в январе 2017 г. и предвыборных расходов 1 кв. 2018 г. В остальные периоды ни средний чек, ни повседневные расходы потребителей не смогли достичь уверенного роста в реальном выражении. Индикатор потребительских настроений ЦБ падал все 2П 2018 г., достигнув минимальных значений с конца 2016 г. Кажется, что запас для роста непродовольственного товарооборота также иссяк: в декабре его динамика заметно ухудшилась, совпав с падением розничных продаж автомобилей (которые практически не росли весь прошлый год).

В 2019 г. мы ждем ухудшения потребительского спроса в отсутствие поддержки со стороны бюджета

В 2019 г. мы ожидаем ухудшения динамики реальных доходов населения. В числе основных факторов: 1) рост инфляции за счет повышения НДС и сохранения рисков ослабления рубля, 2) отсутствие планов по повышению социальных расходов консолидированного бюджета в реальном выражении. Стоит подчеркнуть, что анонсированные властями планы повысить расходы на социальную политику на 7,1% в номинальном выражении (т.е. больше инфляции) в

основном касаются расходов, не связанных с повышением зарплат бюджетникам и пенсий (а будут использованы для закупки оборудования, инвестиций и т.п., т.е. не увеличат доходы населения). Для примера, расходы ПФР (это в основном пенсии и пособия) в 2019 г. вырастут лишь на 1,4% г./г. в номинальном выражении. Это происходит как за счет старта пенсионной реформы, так и за счет низкой индексации пенсий. Кроме того, мы не ожидаем каких-то заметных единовременных трансфертов от бюджета (как это было в прошлом году). Вообще, стоит напомнить, что новый майский указ (в отличие от изданных в 2012 г.), скорее, про инвестиции в инфраструктуру, а не про социальную поддержку.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Рынок корпоративных облигаций

Нейтральные результаты за 4 кв. Основное влияние оказало снижение продаж

Polyus: временное сокращение продаж

Крупнейший российский производитель золота Polyus (BB/Ba1/BB) опубликовал нейтральные финансовые результаты за 4 кв. 2018 г. по МСФО, которые оказались под влиянием снижения продаж с россыпей из-за сезонного фактора и флотоконцентрата с Олимпиады.

Несмотря на повышение цен на золото на 2% кв./кв., выручка снизилась на 7% кв./кв. до 774 млн долл. из-за сокращения объемов продаж на 8% кв./кв. (-52% кв./кв. россыпи и -18% кв./кв. золота, содержащегося в концентрате с Олимпиады), показатель EBITDA понизился на 10% кв./кв. до 484 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 2 п.п. до 62,5%. Компания в 4 кв. получила чистый убыток (-28 млн долл.), а за год в целом чистая прибыль упала втрое до 474 млн долл. из-за «бумажных» убытков по курсовым разницам и переоценке валютных свопов.

Общие денежные издержки (ТСС) в 4 кв. снизились на 4% до 331 долл./унция в основном в результате сезонного сокращения добычи на россыпях с высокими ТСС (821 долл./унция). ТСС основного актива - Олимпиады сократились на 5% кв./кв. до 221 долл./унция за счет увеличения производства золота на 4% кв./кв. (в отличие от продаж (- 5% кв./кв.), которые учитываются при расчете EBITDA).

Прогноз по производству подтвержден, по ТСС - снижен

Компания подтвердила план по производству на 2019 г. в 2,8 млн унций (+15% г./г.) за счет наращивания добычи на Наталке. Прогноз по ТСС улучшен до «ниже 425 долл./унция» с «ниже 450 долл./унция» ранее. При том, что этот показатель рассчитывается компанией при среднем курсе 60 руб., при курсе 65 руб. ТСС составят 405 долл./унция. Рост издержек в сравнении с 2018 г., помимо инфляции, связан с вводом Наталки, кроме того, компания не ожидает в дальнейшем снижения ТСС на Олимпиаде, считая, что этот показатель был минимальным в

прошлом году. Более того, текущий рост цен на золото (+6% в среднем с начала года по сравнению со средней в 4 кв.) и, на наш взгляд, достаточно неплохие его перспективы позволяют ожидать повышения выручки и прибыльности бизнеса компании в 2019 г.

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2018	3 кв. 2018	изм.	2018	2017	изм.
Выручка	774	832	-7%	2 915	2 721	+7%
ЕБИТДА	484	537	-10%	1 865	1 702	+10%
Рентабельность по ЕБИТДА	62,5%	64,5%	-2,0 п.п.	64,0%	62,6%	+1,4 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-28	144	-	474	1 241	-62%
Операционный поток	404	423	-4%	1 464	1 292	+13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-198	-192	+3%	-792	-618	+28%
Капвложения	-237	-198	+20%	-850	-867	-2%
Финансовый поток	-304	-136	+2,2x	-936	-1 224	-24%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2018	30 сент. 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 982	4 029	-1%
Краткосрочный долг	7	8	-13%
Долгосрочный долг	3 975	4 021	-1%
Чистый долг	3 086	3 029	+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,65x	1,64x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Прогноз по капзатратам повышен

Операционный денежный поток в 4 кв. сократился на 4% кв./кв. до 404 млн долл., что было поддержано в том числе высвобождением средств из оборотного капитала (3 млн долл. против инвестиций в 46 млн долл. в 3 кв.). Капвложения за 2018 г. составили 850 млн долл. (включая строительство высоковольтной линии Омчак), план на 2019 г. повышен до 725 млн долл. (при курсе 60 руб.) с 650 млн долл. ранее в связи с переносом части сарех с 2018 г., задержкой строительства некоторых инфраструктурных объектов на Наталке и пр., при этом в этот план не закладываются затраты на потенциальное расширение производства на Наталкинском месторождении (пока только расходы на инженерно-геофизические работы).

Долговая нагрузка остается на приемлемом уровне 1,65x

Долговая нагрузка за 4 кв., по нашим оценкам, практически не изменилась и составила 1,65x Чистый долг/ЕБИТДА. Краткосрочный долг минимален (7 млн долл.). Ближайший долг к погашению в 2020 г. 696 млн долл. (евробонд PGILLN 20), что покрывается накопленными денежными средствами (896 млн долл.). В 4 кв. компания выплатила дивиденды в объеме 267 млн долл. (частично из накопленных денежных средств), за год в целом – 573 млн долл. Напомним, дивидендная политика компании предусматривает выплату 30% от ЕБИТДА, но не менее 550 млн долл. в виде дивидендов. Также СД планирует рекомендовать дивиденды за 2П 2018 г. в размере 296 млн долл. (выплаты не ранее середины 2 кв. 2019 г.), что, по нашим оценкам, может быть сделано из свободного денежного потока компании.

12 февраля 2019 г.

На наш взгляд, сейчас более предпочтительны краткосрочные выпуски эмитентов (не экспортеров, которые менее уязвимы к санкциям) с целью удержания их до погашения, например, VIP GTN 20 с УТМ 4,2%. При этом PGILLN 20 с УТМ 4,6%, на наш взгляд, является более рискованной инвестицией с точки зрения санкционного фона.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)



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.