



14 мая 2019 г.

## Сегодня в фокусе

<b>Мировые рынки</b>	Инвесторы ставят на смягчение политики ФРС
<b>Экономика</b>	Импорт продолжит «плестись» за слабым внутренним спросом...цены на сырье не смогут поддерживать экспорт в этом году
<b>Рынок корпоративных облигаций</b>	Роснефть: идет курсом на сокращение долговой нагрузки

## Мировые рынки

### Инвесторы ставят на смягчение политики ФРС

Как и следовало ожидать (после произошедшего срыва торговых переговоров США и Китая), американские индексы акций вчера продемонстрировали заметное снижение (на 2,45% по S&P), в лидерах падения - технологический и потребительский сектора (потерявшие 3,7% и 3%, соответственно), однако коррекция не переросла в массовую распродажу (основное снижение произошло лишь на открытии торгов, в течение дня преобладало боковое движение).

Китай объявил о предполагаемом введении с 1 июня повышенных пошлин (25%) на широкий перечень товаров, экспортируемых из США в годовом объеме 110 млрд долл. Однако основной контрмерой является происходящая девальвация национальной валюты Китая (на 10% г./г. и на 3% м./м. к доллару), что естественным образом позволит компенсировать негативный эффект от повышенных пошлин для китайских экспортеров, а также сократить импорт за счет снижения покупательской способности китайских домохозяйств в долларовом выражении. Это свидетельствует о том, что китайская сторона не намерена идти на уступки: если соглашение и будет достигнуто, то на менее выгодных для США условиях, чем они изначально планировали. Кстати говоря, торговый конфликт у США назревает и с ЕС, который уже объявил о мгновенных контрмерах на возможные торговые ограничения (США планирует поднять пошлины на европейские машины).

От более сильного падения финансовый рынок удерживают два обстоятельства: 1) надежда на то, что масштабной торговой войны все-таки не будет (у Д. Трампа есть предчувствие, что торговые переговоры завершатся успехом через 3-4 недели); 2) надежда на то, что последствия ухудшения торговых отношений будут компенсированы смягчением монетарной политики ФРС (согласно рынку фьючерсов, ключевая долларовая ставка будет снижена до конца этого года с вероятностью 74%). Изменения ожиданий по ключевой ставке и «бегство в качество» вчера привели к снижению доходностей 2-летних UST на 7 б.п. до YTM 2,19%. С технической точки зрения картина аналогична той, которая наблюдалась в октябре прошлого года в преддверии обвала американского рынка на 14%.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

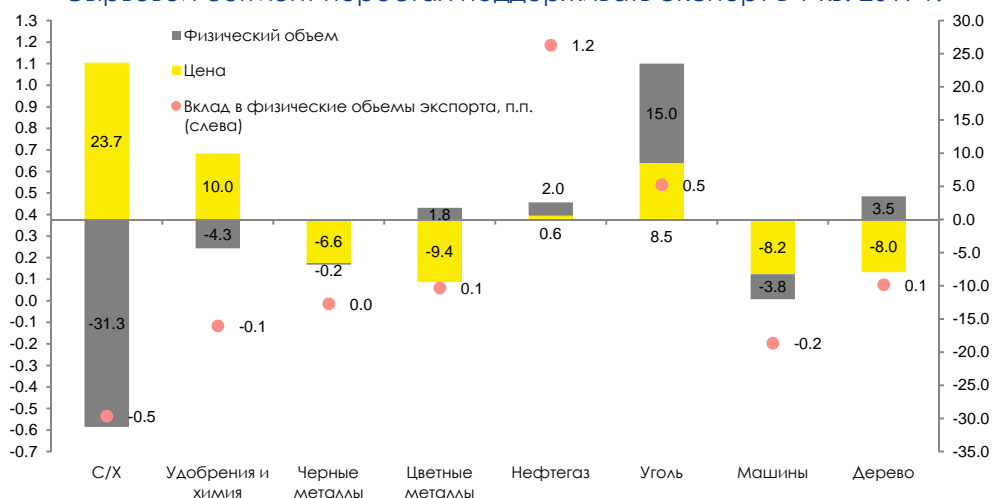
+7 495 221 9843

## Экономика

**Импорт продолжит «плестись» за слабым внутренним спросом...**

В апреле импорт из стран дальнего зарубежья перешел к росту в годовом выражении в долл. (+5% г./г. против -2,9% г./г. за 1 кв. 2019 г.), но это стало результатом эффекта низкой базы прошлого года. При сохранении текущей месячной динамики в мае-июне увеличение импорта составит ~2,5% г./г. за 2 кв. 2019 г. Рост в апреле в первую очередь был поддержан восстановлением инвестиционного импорта (+2,4 п.п. к годовым цифрам), не менее заметный рост был зафиксирован и по позициям химии (+1,2 п.п.).

Тем не менее, на фоне сохранения в целом слабого внутреннего спроса перспективы устойчивого роста импорта остаются под вопросом. Основным источником неопределенности является ход исполнения нацпроектов (с серьезным уклоном в инвестиционные расходы). И хотя, как мы полагаем, в целом политика нового майского указа не носит характера явной экспансии (прогнозный рост расходов бюджета ожидается Минфином в рамках прошлых лет), сдвиг в сторону инвестиций (которые гораздо сильнее зависят от импорта) все же может проявиться в ближайшие 1-2 года. Однако вряд ли эффект на импорт будет быстрым: исполнение расходов идет достаточно медленно, и влияние на экономику, если и будет заметно в этом году, то только ближе к его концу (4 кв. 2019 г.). В целом мы ожидаем лишь умеренного роста импорта по итогам 2019 г., на уровне 1-2% г./г.

**Сырьевой сегмент перестал поддерживать экспорт в 1 кв. 2019 г.**

Источник: ФТС, оценки Райффайзенбанка

**...цены на сырье не смогут поддерживать экспорт в этом году**

Темпы роста экспорта товаров за 1 кв. 2019 г. заметно просели в стоимостном выражении (1,4% г./г. против 19% г./г. за 4 кв. 2018 г.). В числе основных причин – динамика цен на нефть (Brent за 2018 г. в среднем подорожала на 30%, тогда как за 1 кв. 2019 г. она подешевела в среднем на 5% г./г.), из-за чего стоимостная компонента нефтегазового экспорта заметно сжалась (по итогам 2018 г. экспортные нефтегазовые цены выросли на 30% г./г., а по итогам 1 кв. 2019 г. – лишь на 0,6% г./г.). Похожая ситуация произошла с экспортными

ценами на черные и цветные металлы, что привело к снижению стоимостного объема металлургического экспорта.

Согласно нашим прогнозам, запас для роста цен на нефть в этом году практически исчерпан (в среднем за год мы ожидаем 68,8 долл./барр., т.е. в оставшиеся месяцы цены вырастут максимум до уровня 70 долл./барр., что будет ниже уровня 2018 г.). Кроме того, в свете эскалации торговых споров между США и Китаем высока вероятность падения мировых сырьевых цен, что лишь ухудшит потенциал для роста сырьевого российского экспорта.

Интересно, что несырьевой экспорт по итогам 1 кв. 2019 г. также показал слабые результаты: например, по позициям машиностроения зафиксировано снижение г./г. Однако мы не исключаем, что ситуация в этом-следующем году для машин и оборудования может поменяться: с одной стороны, наращивание несырьевого экспорта является одной из задач майского указа, а с другой – рост может быть обеспечен военной продукцией (однако здесь встает вопрос о качестве этого роста, т.к. может повториться ситуация 2018 г., когда продажи военного оборудования частично осуществлялись на нерыночных условиях). Неплохие шансы на рост экспорта физических объемов продукции сельского хозяйства: этому поспособствует очередной год хорошего урожая в России. При этом падение мировых цен на пшеницу не должно нивелировать рост физических объемов: после падения в 1 кв. 2019 г. консенсус-прогноз Bloomberg предполагает их восстановление до средних уровней прошлого года.

**Станислав Мурашов**

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Рынок корпоративных облигаций

**Свободный денежный поток ушел на погашение предоплат на 1,9 млрд долл.**

### **Роснефть: идет курсом на сокращение долговой нагрузки**

Вчера Роснефть (BBB-/Baa3/-) опубликовала сильные финансовые результаты за 1 кв. 2019 г. Выручка сократилась на 4% кв./кв. на фоне снижения цен на нефть марки Urals на 8% до 63 долл./барр. Тем не менее, рентабельность по EBITDA выросла до 26,4% с 22,5% кварталом ранее, а сам показатель прибавил 12% кв./кв (восстановление произошло после резкого снижения в 4 кв. 2018 г. из-за эффекта «ножниц Кудрина»).

В 1 кв. Роснефть сгенерировала существенный свободный денежный поток (155 млрд руб. до изменений в оборотном капитале). Однако это незначительно повлияло на чистый долг компании, так как большая часть свободных средств была направлена на погашение обязательств по предоплатам, которые сократились на 1,9 млрд долл. до 25 млрд долл. На телеконференции менеджмент заявил, что планирует к концу 2 кв. погасить обязательства на сумму не менее 2-3 млрд долл.

**Краткосрочный долг частично погашен за счет накопленных средств**

Также мы отмечаем положительную тенденцию в изменении структуры долга: краткосрочная его часть сократилась на 22% до 767 млрд руб. за счет использования свободных средств на балансе. Так, денежные

средства и их эквиваленты сократились до 543 млрд руб. (с 1,05 трлн в конце 2018 г.), с учетом краткосрочных финансовых активов и депозитов ликвидные средства составляют почти 1 трлн руб.

**План по капвложениям остается 1,2-1,3 трлн руб., но пока идет снижение**

На телеконференции менеджмент подтвердил, что Роснефть планирует нарастить капвложения в 2019 г. до 1,2-1,3 трлн руб. с 939 млрд руб. годом ранее. Такой уровень инвестиций позволит нарастить добычу на 3-4,5% г./г. при условии снятия ограничений ОПЕК+ со 2П 2019 г. Тем не менее, в предыдущие годы фактический уровень инвестиций был несколько ниже первоначальных прогнозов компании, и мы полагаем, что этот год не будет исключением, и капвложения составят 1-1,1 трлн руб. (в 1 кв. 2019 г. капитальные инвестиции сократились на 4% г./г.).

**Долговая нагрузка продолжит сокращаться, но вырастут и дивиденды**

Несмотря на дополнительный рост капитальных вложений, мы ожидаем дальнейшего сокращения долговой нагрузки компании. В этом году ее операционный денежный поток может превысить 2 трлн руб., что покроет капвложения даже в максимальном планируемом объеме (1,3 трлн руб.), процентные платежи (около 205 млрд руб.) и дивидендные выплаты за 2019 г. (около 370 млрд руб., что на 35% выше уровня 2018 г.). Большую часть оставшихся свободных средств Роснефть будет направлять на снижение долга, что должно положительно отразиться на будущих финансовых результатах из-за сокращения процентных платежей. При этом краткосрочный долг (767 млрд руб.) в большей части будет рефинансироваться для сохранения «подушки» ликвидности.

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка	<b>2 077</b>	2 165	-4%	<b>2 077</b>	1 722	+21%
ЕБИТДА	<b>548</b>	488	+12%	<b>548</b>	385	+42%
Рентабельность по ЕБИТДА	<b>26,4%</b>	22,5%	+3,8 п.п.	<b>26,4%</b>	22,4%	+4,0 п.п.
Чистая прибыль	<b>156</b>	121	+29%	<b>156</b>	95	+64%
Чистая рентабельность	<b>7,5%</b>	5,6%	+1,9 п.п.	<b>7,5%</b>	5,5%	+2,0 п.п.
Операционный денежный поток*	<b>392</b>	496	-21%	<b>392</b>	347	+13%
Капитальные вложения	<b>216</b>	258	-16%	<b>216</b>	224	-4%
Свободный денежный поток**	<b>155</b>	87	+78%	<b>155</b>	56	+2,8x
в млрд руб., если не указано иное	<b>31 марта 2019</b>			31 дек. 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	<b>3 844</b>			4 391		-12%
Краткосрочный долг	<b>767</b>			978		-22%
Долгосрочный долг	<b>3 077</b>			3 413		-10%
Чистый долг	<b>3 301</b>			3 340		-1%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM***	<b>1,5x</b>			1,6x		-

\*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

Госинвестициям вряд ли удастся обойтись без импорта	04.04.2019
Правительство готовится начать использовать ФНБ	03.04.2019
Квартальная динамика ВВП в 2018 г. наполнилась оптимизмом	02.04.2019
Импорт продолжает снижаться вопреки росту инвестиций	22.03.2019
Соцвыплаты поддержали потребительский спрос в феврале	21.03.2019
Промышленность в феврале: очередной временный рывок	19.03.2019

### Инфляция

Инфляция в марте: инфляционные риски на минимуме	08.04.2019
Инфляционные ожидания приближаются к годовым минимумам	28.03.2019

### Монетарная политика ЦБ

Политика ЦБ: смягчению могут помешать только санкции	25.03.2019
Заседание ЦБ: hold пишем, hike в уме	21.03.2019
«Сухие» цифры также голосуют за сохранение ставки	21.03.2019

### Бюджетная политика

Бюджет: власти хотят ускорить реальное исполнение расходов	15.03.2019
Рынок МБК не заметил сезонного консерватизма бюджета	15.02.2019

### Рынок облигаций

Амбициозный план на 2 кв.: хватит ли денег у нерезидентов?	03.04.2019
Спрос нерезидентов не стимулирует локальных инвесторов покупать	28.03.2019
Сюрприз от ФОМС привел к сдвигу доходностей ОФЗ вниз	21.03.2019

### Валютный рынок

Платежный баланс: запас валютной ликвидности позволит смягчить падение сальдо счета текущих операций	10.04.2019
Интервенции Минфина вряд ли сильно увеличатся, несмотря на подросшую нефть, однако спрос на валютную ликвидность заметно возрастет	29.03.2019
Эмитенты решили не ждать снижения рублевых ставок	27.03.2019
Сужение базисных спредов обусловлено не только избытком валюты	27.03.2019

### Денежный рынок

Своп-эффект: RUONIA в очередной раз выше ключевой	09.04.2019
Дешевой ликвидности становится меньше, надежда на регулярные интервенции	11.03.2019

### Банковский сектор

Обзор рисков финансовых рынков ЦБ: carry-trade в свопе и БКЛ	12.04.2019
Накопленная валютная ликвидность в феврале создает небольшой запас прочности	05.04.2019
ЦБ РФ повышает стоимость БКЛ: еще одна попытка повысить локальный спрос на ОФЗ?	02.04.2019



# #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 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)<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.