



15 мая 2019 г.

Сегодня в фокусе

Рынок ОФЗ

Аукционы: вновь вероятен высокий спрос

Рынок
корпоративных
облигаций

РУСАЛ: санкции все еще сильно влияют на результаты

Polys: цены на золото – основной фактор улучшения результатов

Рынок ОФЗ

Аукционы: вновь вероятен высокий спрос

На сегодняшних аукционах в сегменте классических выпусков Минфин решил предложить как среднесрочные 5-летние ОФЗ 26227 (УТМ 8,03%), так и длинные 15-летние ОФЗ 26225 (УТМ 8,42%). За неделю, прошедшую с предыдущего аукционного дня (когда Минфину удалось реализовать бумаги номиналом 100 млрд руб.), доходности вдоль кривой ОФЗ почти не изменились (на 2-3 б.п. снизились доходности среднесрочных выпусков). В целом на долговых рынках GEM (за исключением Турции из-за локальных факторов) наблюдалось снижение доходностей (более заметное, чем на рынке ОФЗ) вслед за UST.

Таким образом, волна «бегства в качество», вызванная обострением торгового конфликта между США и Китаем, пока обходит стороной долговые рынки GEM (предполагаемая вероятность скорого наступления рецессии/кризиса является низкой). Помимо этих внешних факторов вместе с повышенной ценой нефти (которая препятствует ослаблению рубля) существенную поддержку спросу на ОФЗ окажет сегодняшнее погашение ОФЗ 26216 на 250 млрд руб. Учитывая тот факт, что ЦБ РФ не увеличивает объем находящихся в обращении КОБР, ОФЗ являются единственной возможностью для увеличения ВЛА без потери маржи (о/п депозит по фиксированной ставке имеет более низкую ставку), что может вынудить системно значимые банки (особенно те, которые активно используют БКЛ) покупать 5-летние ОФЗ. В этой связи спрос на сегодняшних аукционах будет не ниже, чем на прошлой неделе (186 млрд руб.), что позволит Минфину привлечь не менее 100 млрд руб.

Однако такой высокий спрос, как и прежде, не окажет влияния на ценообразование вторичного рынка (сейчас ценообразование на первичном рынке формируется с некоторой премией 5-10 б.п. к доходностям вторичного рынка). По нашему мнению, ОФЗ имеют некоторый потенциал для снижения доходностей лишь в случае снижения ключевой ставки ЦБ РФ в этом году на 50 б.п., но есть риск, что этого может не произойти из-за эскалации торговых отношений США и Китая.

Кроме того, стоит учесть происходящий отток рублевой ликвидности из банковского сектора (см. наш комментарий "Гигантские размещения ОФЗ оставляют рынок МБК без рублей" от 22 апреля), который уже оказывает влияние на ставки денежного рынка (что также препятствует снижению доходностей ОФЗ). По нашим оценкам, каждую неделю Минфин через размещение ОФЗ забирает не менее 100 млрд руб., еще около 58 млрд руб. уходит за счет исполнения бюджета с профицитом, а возвращается обратно лишь ~90 млрд руб. через валютные интервенции.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Рынок корпоративных облигаций

На результаты 1 кв. негативное влияние оказали санкции США, ухудшение структуры продаж и снижение цен на алюминий

РУСАЛ: санкции все еще сильно влияют на результаты

РУСАЛ (-/Ba3/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 1 кв. 2019 г. вследствие того, что санкции Минфина США с компании были сняты лишь в конце января, долгосрочные контракты с клиентами еще не восстановлены, что привело к ухудшению структуры продаж – снижению реализации продукции с добавленной стоимостью (ее доля составила 29% против 38% кв. ранее, достижение досанкционного уровня 50% ожидается лишь в 2020 г.) при росте общих объемов продаж на 2% кв./кв. Кроме того, мировые цены и премия на алюминий продолжили снижаться (-8% кв./кв. цена реализации РУСАЛа) на фоне неопределенности исхода торговых переговоров между США и Китаем, снижения потребления алюминия в Китае, а также замедления мировых экономик.

ЕБИТДА просела на 60% относительно досанкционного уровня

Так, выручка в 1 кв. сократилась на 8% кв./кв. до 2,17 млрд долл., показатель ЕБИТДА просел на 38% кв./кв. до 226 млн долл. (для сравнения – этот показатель упал на 60% относительно досанкционного 1 кв. 2018 г.), рентабельность по ЕБИТДА сократилась на 5 п.п. до 10,4% (т.е. уровня до ослабления рубля 2014 г. и периода низких цен). Себестоимость производства алюминия повысилась кв./кв. на 1,6%, основной негативный вклад внесло удорожание э/энергии, затраты на которую выросли на 8,5% кв./кв.

Началось сокращение оборотного капитала за счет восстановления объемов кредиторской задолженности

Операционный денежный поток восстановился до 300 млн долл. (против -62 млн долл. в 4 кв.) за счет высвобождения 150 млн долл. из оборотного капитала (против инвестиций в него 347 млн долл. в 4 кв.) в основном благодаря началу восстановления объемов кредиторской задолженности, так как она в течение 2018 г. сокращалась из-за завершения/непродления долгосрочных контрактов. Напомним, что компания планирует сократить оборотный капитал на 600-700 млн долл. в 2019 г. за счет восстановления нормальных отношений с клиентами.

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка	2 170	2 365	-8%	2 170	2 744	-21%
ЕБИТДА	226	363	-38%	226	572	-60%
Рентабельность по ЕБИТДА	10,4%	15,3%	-4,9 п.п.	10,4%	20,8%	-10,4 п.п.
Чистая прибыль	273	149	+83%	273	544	-50%
Операционный поток	300	-62	-	300	116	+2,6x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-135	174	-	-135	-225	-40%
Капвложения	-125	-248	-50%	-125	-220	-43%
Финансовый поток	-206	-190	+8%	-206	212	-

В млн долл., если не указано иное	31 марта 2019	31 дек. 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 381	8 286	+1%
Краткосрочный долг	1 033	914	+13%
Долгосрочный долг	7 348	7 372	0%
Чистый долг	7 555	7 442	+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	4,2x	3,4x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Капвложения в 1 кв. составили всего 125 млн долл. (-43% г./г.), однако компания подтвердила план по капзатратам на 2019 г. на уровне 800-900 млн долл., одним из основных проектов станет строительство первой очереди Тайшетского алюминиевого завода.

Погашение евробондов компании приходится на пики выплат по долгу

Долговая нагрузка за 1 кв. выросла до 4,2x Чистый долг/ЕБИТДА с 3,4x. Ковенантная долговая нагрузка, которая рассчитывается как отношение чистого долга минус долг, обеспеченный акциями НорНикеля, к ЕБИТДА составила 1,7x (1,4x на начало года). На счетах компании накоплено 826 млн долл., что на 80% покрывает краткосрочный долг (1 млрд долл.), в 2020 г. долг к погашению небольшой – 600 млн долл., но затем он растет, причем погашение евробондов компании приходится на пики выплат по кредиту Сбербанка (обеспеченного акциями НорНикеля): 1,5 млрд долл. в 2021 г., 1,7 млрд долл. (в т.ч. выпуск евробондов на 600 млн долл.) в 2022 г., 2,1 млрд долл. (в т.ч. 2 выпуска евробондов общим номиналом 1 млрд долл.) в 2023 г., 1,7 млрд долл. в 2024 г.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Улучшение результатов за счет роста цен на золото

Polyus: цены на золото – основной фактор улучшения результатов

Крупнейший российский производитель золота Polyus (BB/Ba1/BB) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2019 г. по МСФО, которые улучшились относительно предыдущего 4 кв. преимущественно благодаря росту цен на золото.

Несмотря на снижение объемов реализации на 11% кв./кв. (в основном из-за продолжившегося сокращения продаж флотоконцентрата с Олимпиады (-71% кв./кв.) и сезонного прекращения работ на россыпях, что было частично компенсировано наращиванием производства/продаж с Наталки), рост цен на золото

на 6% кв./кв. привел к снижению выручки всего на 3% кв./кв. до 751 млн долл., сохранению EBITDA на уровне предыдущего квартала - 488 млн долл. и росту рентабельности по EBITDA на 2,5 п.п. до 65%.

Повышение ТСС связано с сокращением продаж флотоконцентрата, сдерживающим фактором стало прекращение добычи на россыпях и результаты Наталки

Общие денежные издержки (ТСС) в 1 кв. повысились на 8% кв./кв. до 358 долл./унция (прогноз компании на 2019 г. – ниже 425 долл./унция) в результате резкого сокращения реализации сурьмянистого флотоконцентрата, что снизило эффект от продаж попутного продукта (ТСС основного актива – Олимпиады выросли на 38% кв./кв. до 304 долл./унция). При этом сезонное прекращение добычи на россыпях с высокими издержками (821 долл./унция) и снижение ТСС на Наталке почти вдвое до 422 долл./унция (за счет повышения коэффициента извлечения) сдержали рост общих издержек.

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка	751	774	-3%	751	617	+22%
EBITDA	488	484	+1%	488	387	+26%
Рентабельность по EBITDA	65,0%	62,5%	+2,5 п.п.	65,0%	62,7%	+2,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	528	-28	-	528	244	+2,2x
Операционный поток	438	404	+8%	438	261	+68%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-170	-198	-14%	-170	-191	-11%
Капвложения	-181	-237	-24%	-181	-200	-10%
Финансовый поток	391	-304	-	391	-180	-
В млн долл., если не указано иное	31 марта 2019			31 дек. 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 572			3 982		+15%
Краткосрочный долг	14			7		+2,0x
Долгосрочный долг	4 558			3 975		+15%
Чистый долг	3 011			3 086		-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,53x			1,65x		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка временно снизилась до 1,5x

Операционный денежный поток в 1 кв. вырос на 8% кв./кв. до 438 млн долл., капвложения за кв. составили 181 млн долл. (включая платежи за Сухой Лог и расходы на строительство высоковольтной линии Омчак), план по капзатратам на 2019 г. подтвержден на уровне 725 млн долл. Долговая нагрузка за 1 кв., по нашим расчетам, снизилась до 1,5x с 1,65x Чистый долг/EBITDA на фоне роста EBITDA г./г., при этом во 2 кв. после выплаты дивидендов за 2П 2018 г. (~296 млн долл.) она вернется к прежнему значению. Краткосрочный долг минимален - 14 млн долл., а ближайший долг к погашению в 2020 г. - 697 млн долл. (евробонд PGILLN 20), что покрывается накопленными денежными средствами (1,6 млрд долл.).

Бонды PGILLN 20 (YTM 3,86%), PGILLN 22 (YTM 4,7%), PGILLN 23 (YTM 4,8%) и PGILLN 24 (YTM 5,08%) торгуются на уровне бондов Евразы, что, с нашей точки зрения, несправедливо, учитывая большую стабильность цен на золото в сравнении со сталью.

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

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 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.