



## Сегодня в фокусе

### Бюджетная политика

Приток ликвидности за счет Федерального бюджета не улучшил баланс по системе в целом

### Рынок корпоративных облигаций

АЛРОСА: мелкоразмерное сырье давит на рентабельность

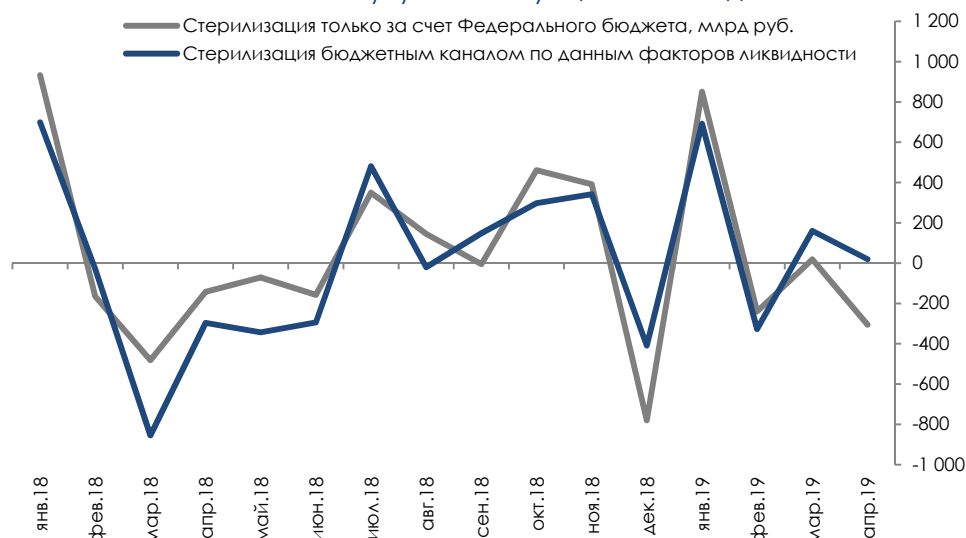
## Бюджетная политика

### Приток ликвидности за счет Федерального бюджета не улучшил баланс по системе в целом

По оперативным данным Минфина, профицит Федерального бюджета за январь-апрель составил 683 млрд руб. При этом ситуация с апрельскими показателями выглядит несколько нетипично из-за уточнения данных по расходам. Так, в оперативном отчете Казначейства (опубликованном ранее) расходы за январь-март 2019 г. были больше (4043 млрд руб.), чем в отчете Минфина, опубликованном в пятницу (там цифра меньше, 3924 млрд руб.). Соответственно, получается, что в апреле расходы выросли больше чем обычно (их рост с исключением сезонности составил 8% м./м. против 1% м./м. в среднем за 1 кв. 2019 г.).

В результате апрельский профицит бюджета сжался до 17,4 млрд руб. (при том, что без учета уточнения данных он был бы больше, 138 млрд руб.). Вероятно, пересмотр расходов связан с уточнением их кассового исполнения по месяцам – и сейчас можно увидеть, что в 1 кв. 2019 г. их исполнение по факту несколько задержалось. Кстати говоря, возможно именно из-за этого фактора просадка ВВП в 1 кв. 2019 г. (Росстат опубликовал эти данные в пятницу, +0,5% г./г.) оказалась хуже оценок МЭР (0,8% г./г.). Напомним, что в целом падение темпов роста экономики в 1 кв. 2019 г. в основном произошло из-за ухудшения динамики в промышленности, строительстве и оптовой торговле.

### Приток ликвидности по каналу Федерального бюджета лишь немного улучшил ситуацию с ликвидностью



На графике (+) абсорбирование ликвидности за месяц, (-) предоставление ликвидности  
Источник: ЦБ РФ, Минфин, оценки Райффайзенбанка

Интересно, что из отчета Минфина следует, что в апреле бюджет был нетто-провайдером ликвидности в объеме 305 млрд руб. (несмотря на большой объем размещений ОФЗ (-393 млрд руб.) и профицит бюджета (-17 млрд руб.), приток ликвидности произошел за счет интервенций (+336 млрд руб.), размещения депозитов и РЕПО Казначейства (+373 млрд руб.) и прочих факторов (+7 млрд руб.). По данным факторов ликвидности ЦБ, в апреле ситуация также улучшилась, но не настолько: отток ликвидности замедлился, но не сменился притоком.

На графике изображен нетто приток только за счет Федерального бюджета и приток в целом за счет бюджетов всех уровней и прочих факторов (позиция из факторов ликвидности ЦБ). Видно, что их динамика в целом близка, а разница между ними возникает за счет изменения задолженности банков ФКБС по специнструментам и/или изменения профицита консолидированного бюджета регионов (пока этих данных нет). Видимо, в апреле практически весь приток по Федеральному бюджету был абсорбирован за счет этих двух факторов (например, средства, начисленные регионам во исполнение майского указа, осели на счетах региональных казначейств, а банки ФКБС вернули часть своей задолженности ЦБ).

**Станислав Мурашов**

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Рынок корпоративных облигаций

### **АЛРОСА: мелкоразмерное сырье давит на рентабельность**

АЛРОСА (BBB-/Ваа2/BBB-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2019 г. по МСФО, которые лишь несколько улучшились относительно слабого 4 кв.

**Продажи мелкоразмерных камней привели к снижению средней цены реализации ...**

Выручка повысилась на 15% кв./кв. за счет наращивания объемов реализации на 18% кв./кв. при снижении средней цены на алмазы ювелирного качества на 19% кв./кв. из-за увеличения доли мелкоразмерных камней в структуре продаж и снижения индекса цен на алмазы среднего размера. Рост доли мелких камней говорит о постепенном восстановлении спроса со стороны индийских огранщиков (хотя компания отмечает по-прежнему трудное положение мелких и средних огранщиков) после его падения со 2 кв. 2018 г. из-за ужесточения условий кредитования отрасли в Индии (выручка от продаж в Индию +16% относительно 4 кв., пока на уровне 2 кв. 2018 г.).

**... при этом рентабельность была поддержана сезонным сокращением расходов на персонал**

При этом показатель EBITDA кв./кв. вырос сопоставимыми с выручкой темпами за счет низкой базы 4 кв., когда рост расходов на персонал (скорее всего, в связи с бонусами) и прочие коммерческие расходы оказали дополнительное давление на показатель (он падал в 4 кв. на треть кв./кв.). В итоге рентабельность по EBITDA практически осталась на том же уровне, как и в предыдущем кв. - 44,5%.

**Уровень запасов снизился, менеджмент отметил повышение средней цены алмазов в стоках**

Продажи в 1 кв. (10,6 млн карат алмазного сырья) превысили объемы добычи (7,8 млн карат, -24% кв./кв.), что транслировалось в снижение запасов с 17 до 14,3 млн карат (нормальный технологический уровень - 11-12 млн карат). Мы ранее отмечали о проблеме накопления в запасах компании мелкогабаритного сырья, менеджмент отметил о повышении в 1 кв. средней цены алмазов в стоках, без указания конкретных цифр. В этом году АЛРОСА прогнозирует, что объемы продаж будут соответствовать уровню добычи в 38 млн карат.

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка	<b>70 494</b>	61 358	+15%	<b>70 494</b>	95 969	-27%
ЕБИТДА	<b>31 352</b>	26 919	+16%	<b>31 352</b>	47 742	-34%
Рентабельность по ЕБИТДА	<b>44,5%</b>	43,9%	+0,6 п.п.	<b>44,5%</b>	49,7%	-5,2 п.п.
Чистая прибыль	<b>24 065</b>	7 913	+3,0x	<b>24 065</b>	32 884	-27%
Операционный поток	<b>29 737</b>	13 674	+2,2x	<b>29 737</b>	45 952	-35%
Инвестиционный поток, в т.ч.	<b>-40 770</b>	-6 534	+6,2x	<b>-40 770</b>	27 949	-
Капвложения	<b>-3 465</b>	-7 025	-45%	<b>-3 465</b>	-4 844	-20%
Финансовый поток	<b>1 262</b>	-30 088	-	<b>1 262</b>	-41 185	-

В млн руб., если не указано иное	31 марта 2019	31 дек. 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	<b>101 589</b>	106 661	-5%
Краткосрочный долг	<b>41 901</b>	41 687	1%
Долгосрочный долг	<b>59 688</b>	64 974	-8%
Чистый долг	<b>85 359</b>	79 224	+8%
Чистый долг*/ЕБИТДА LTM**	<b>0,61x</b>	0,51x	-

\* Не включая банковские депозиты сроком выше 3 месяцев в объеме 51,6 млрд руб. на 31 марта 2019 г. и 11,8 млрд руб. на 31 дек. 2018 г., соответственно

\*\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Капвложения в 2019 г. остаются высокими за счет планируемого наращивания инфраструктурных инвестиций**

Операционный денежный поток в 1 кв. вырос более чем вдвое до 29,7 млрд руб., восстановившись после сопоставимого падения в 4 кв., в том числе благодаря высвобождению 3,5 млрд руб. из оборотного капитала (против 8,9 млрд руб. инвестиций кв. ранее). Капвложения за 1 кв. составили всего 3,5 млрд руб. при годовом плане 28,7 млрд руб., из них 13 млрд руб. придется на поддержание мощностей, при этом произойдет рост инвестиций в инфраструктуру до 8,8 млрд руб. (с 2,7 млрд руб. в 2018 г.) - энергообеспечение, обновление аэропорта г. Мирный, вертолетного парка и речного транспорта.

Долговая нагрузка, по нашим расчетам, повысилась до 0,6x с 0,5x Чистый долг/ЕБИТДА из-за наращивания банковских депозитов со сроками до погашения свыше 3 мес. (с 12 до 52 млрд руб., в расчет денежных средств и эквивалентов мы не включаем).

ALRSRU 20 с YTM 3,29% и новый выпуск ALRSRU 24 с YTM 4,36% выглядят дорого, торгуясь с самыми низкими спредами к суверенной кривой среди горнодобывающих и металлургических компаний. С учетом конъюнктуры на соответствующих сырьевых рынках более привлекательными мы считаем METINR 20 с YTM 3,43% и METINR 24 с YTM 4,82%.

**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

Импорт продолжит «плестись» за слабым внутренним спросом...	14.05.2019
...цены на сырье не смогут поддерживать экспорт в этом году	14.05.2019
«Майские» не сильно повредят росту экономики	06.05.2019
Доходы населения: пересмотр не помог «реанимировать» данные	19.04.2019
Промышленность в марте: обработка вновь «подкачала»	16.04.2019

### Инфляция

Инфляция пошла на спад в апреле	08.05.2019
---------------------------------	------------

### Монетарная политика ЦБ

Рост инфляционных ожиданий не помеха для смягчения политики	30.04.2019
ЦБ выпускает «голубя»	29.04.2019
Препятствий для смягчения риторики нет, но говорить о снижении ставки пока рано	25.04.2019

### Бюджетная политика

Бюджетный фактор вряд ли «подтолкнет» экономику	26.04.2019
Федеральный бюджет: нефтегазовые доходы немного отстали от плана в марте	15.04.2019

### Рынок облигаций

Гигантские размещения ОФЗ оставляют рынок МБК без рублей	22.04.2019
Урезание БКЛ сформирует локальный спрос на ОФЗ	18.04.2019
Амбициозный план на 2 кв.: хватит ли денег у нерезидентов?	03.04.2019

### Валютный рынок

«Отрицательный акциз» - сдерживающий фактор для интервенций	13.05.2019
Покупки валюты в мае заметно возрастут: негативно для рубля	26.04.2019
Платежный баланс: запас валютной ликвидности позволит смягчить падение сальдо счета текущих операций	10.04.2019

### Денежный рынок

Сезонно высокие налоги вряд ли вызовут сильный стресс на рынке МБК	16.04.2019
ЦБ РФ не готов наращивать объем КОБР в обращении, позитивно для ОФЗ	16.04.2019

### Банковский сектор

Банки сформировали запас валютной ликвидности в ожидании ее оттока и ослабления рубля	23.04.2019
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



# #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	<a href="mailto:research@raiffeisen.ru">research@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	<a href="mailto:sales@raiffeisen.ru">sales@raiffeisen.ru</a>	(+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	<a href="mailto:bonds@raiffeisen.ru">bonds@raiffeisen.ru</a>	(+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
Павел Еремеев		(+7 495) 721 9900 доб. 5793



# #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.