



22 мая 2019 г.

Сегодня в фокусе

Рынок ОФЗ

ОФЗ полностью отыграли будущее снижение ставки на 50 б.п.

Аукционы: даже “неудобный” выпуск может найти покупателей

Рынок корпоративных облигаций

Газпром нефть: свободный денежный поток уходит акционерам

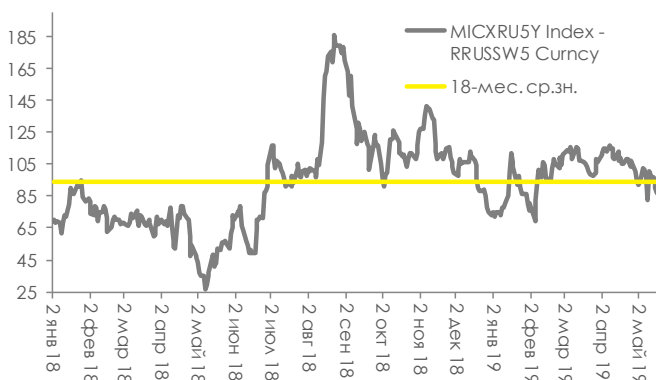
Рынок ОФЗ

ОФЗ полностью отыграли возможное снижение ставки на 50 б.п.

С прошлой недели на рынке ОФЗ произошла существенная положительная переоценка бумаг, при этом доходности сдвинулись вниз на 15-22 б.п., а все выпуски с погашением до 5 лет ушли ниже ключевой ставки. По динамике ОФЗ выбились из остальных долговых рынков GEM, на которых единой ценовой динамики не наблюдалось (доходности 10-летних бумаг Мексики и Бразилии выросли, ЮАР и Индии - опустились). Как следствие, явных катализаторов для такого сильного движения на локальном рынке не было. Возможно, некоторые участники восприняли высказывания ЦБ РФ как сигнал снижения ключевой ставки в этом году.

Однако реакция, по нашему мнению, является избыточной: сейчас доходности ОФЗ предполагают почти 100%-ную вероятность снижения ключевой ставки в этом году, по крайней мере, на 50 б.п. (то есть на текущих уровнях для российских банков, ориентирующихся главным образом на уровень ключевой ставки, ОФЗ выглядят дорого). Более вероятной причиной произошедшей переоценки могли стать покупки нерезидентов (для них рублевая ключевая ставка не столь значима, как долларовая ставка, которая с вероятностью, близкой к 100%, будет снижаться) на вторичном рынке. Ранее по каким-то причинам они этого избегали (брали сколько могли на первичном рынке и уходили до следующего аукциона). Вероятно, после того, как основной объем госбумаг куплен, им понадобилась положительная переоценка.

ОФЗ больше не выглядят дешево в сравнении с CCS



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

В сравнении с кривой CCS выпуски ОФЗ перестали выглядеть недооцененными: спред 5-летних ОФЗ – CCS сейчас ниже 18-месячного среднего. Мы закрываем свою идею о покупке среднесрочных ОФЗ вместе с покупкой CCS от 17 апреля, спред сузился со 105 б.п. до 77 б.п., хотя ожидаем, что с большой вероятностью текущая волна позитива позволит спреду опуститься до 60-70 б.п.

Аукционы: даже «неудобный» выпуск может найти покупателей

В соответствии с высказываниями К. Вышковского, Минфин сегодня проводит размещение «неудобного» 11-летнего выпуска 26228 (в обращении находится всего 4,6 млрд руб. из доступного объема 450 млрд руб.). Также предлагаются 5-летние ОФЗ 26227 (YTM 7,7%), которые традиционно пользуются высоким спросом (за счет соотношения рыночного риска и доходности). Учитывая ралли на ОФЗ, а также произошедшее укрепление рубля (помимо повышенных цен на нефть влияет фактор уплаты налогов), видимо, сегодня спрос вновь окажется огромным (около 200 млрд руб.), что позволит продать заметный объем (30 млрд руб.) даже ОФЗ 26228 без премии ко вторичному рынку (с YTM 8% по цене 98,5% от номинала). Помимо темы ключевой ставки интерес к ОФЗ подогревается намерением Минфина вернуть лимиты на предложение при проведении аукционов во 2П (поскольку без лимитов и при таком огромном спросе годовой план будет выполнен к концу 3 кв.).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Рынок корпоративных облигаций

Свободный денежный поток составил 79 млрд руб.

Газпром нефть: свободный денежный поток уходит акционерам

Вчера Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB-) опубликовала результаты по итогам 1 кв. 2019 г., которые мы оцениваем положительно с точки зрения кредитного профиля компании. Несмотря на сокращение выручки на 12% кв./кв. на фоне снижения цен на нефть на 8% кв./кв. и суммарной добычи на 3,3% кв./кв., показатель EBITDA вырос на 8% кв./кв. благодаря повышению рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов из-за сокращения пошлин. Более того, снижение прочих неоперационных расходов позволило увеличить чистую прибыль на 35% кв./кв. В 1 кв. Газпром нефть смогла сгенерировать значительный свободный денежный поток в 79 млрд руб., и вдобавок к этому получила 87 млрд руб. от продажи основных средств. Напомним, ранее в СМИ сообщалось, что Газпром выкупил у Газпром нефти здание «Лахта центр» за 120 млрд руб. Часть свободных средств была направлена на выплату дивидендов в размере 104 млрд руб.

Накопленные средства выросли до 323 млрд руб.

В результате Чистый долг существенно сократился, а долговая нагрузка снизилась до 0,67х с 0,83х Чистый долг/EBITDA LTM. Также стоит отметить значительное уменьшение краткосрочной задолженности до 57,6 млрд руб., что с лихвой покрывается свободными средствами на счетах в размере 323,4 млрд руб. В целом менеджмент компании считает

текущий уровень долговой нагрузки комфортным, и дальнейшее ее сокращение не планируется.

**Газпром нефть
продолжит увеличивать
дивиденды**

На телеконференции менеджмент подтвердил, что не намерен увеличивать капитальные вложения, которые могут остаться на уровне прошлого года (375 млрд руб.). По нашим оценкам, операционный денежный поток компании может превысить 550 млрд руб., что полностью покроет капитальные затраты и дивидендные выплаты за 2019 г. (175 млрд руб., по нашим оценкам). В последующие годы возможно некоторое сокращение капзатрат в пользу роста дивидендов. Напомним, что ранее менеджмент объявлял о планах по постепенному увеличению процента отчисления на дивидендные выплаты до 50% от чистой прибыли по МСФО (с 37,5% в 2018 г.).

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	1 кв. 2019	1 кв. 2018	изм.
Выручка*	606 364	686 670	-12%	606 364	541 202	+12%
ЕБИТДА	156 362	145 382	+8%	156 362	122 681	+27%
Рентабельность по ЕБИТДА	25,8%	21,2%	+4,6 п.п.	25,8%	22,7%	+3,1 п.п.
Чистая прибыль	112 672	83 592	+35%	112 672	74 145	+52%
Операционный поток	168 596	145 887	+16%	168 596	83 109	+2,0x
Капвложения	-89 596	-118 407	-24%	-89 596	-71 524	+25%
Свободный денежный поток	79 000	27 480	+2,9x	79 000	11 585	+6,8x
В млн руб., если не указано иное	31 марта 2019			31 декабря 2018		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	770 503			775 453		-1%
Краткосрочный долг	57 649			90 923		-37%
Долгосрочный долг	712 854			684 530		+4%
Чистый долг	447 095			527 021		-15%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	0,67x			0,83x		-

*валовая выручка

**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

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	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
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	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
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)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.