



13 марта 2020 г.

Сегодня в фокусе

Экономика

Начало шока уже отразилось в бюджете

Рынок корпоративных облигаций

МТС: дальнейшее снижение долговой нагрузки маловероятно

Экономика

Начало шока уже отразилось в бюджете

Минфин опубликовал отчет об исполнении бюджета за февраль. Дефицит составил 204 млрд руб., однако в целом февраль – сезонно слабый месяц (как для доходов, так и для расходов, но для доходов – в большей степени). И тем не менее, после исключения сезонного фактора явно заметно ухудшение баланса доходов и расходов за первые два месяца (по нашим оценкам, накопленный с начала года дефицит уже составил ~250 млрд руб.). Основной причиной стало падение нефтегазовых доходов, скорее всего, вследствие ухудшения ситуации на нефтяном рынке: хотя цены на нефть пока еще не должны были повлиять на налоги (в январе-феврале они еще в среднем были достаточно высоки), физические объемы добычи и экспорта уже негативно отреагировали на ситуацию снижения спроса со стороны Китая (который существенно сократил потребление углеводородов из-за коронавируса). Что касается расходов, то в среднем с начала года мы не видим явного ускорения: январский рывок сменился падением их исполнения в феврале.

Сохранение низких цен на нефть приведет к дефициту бюджета

Brent, долл./барр.	20	25	30	35	40	45
ДОХОДЫ	16,9	16,9	17,0	17,3	17,4	17,8
Базовые НГД	8,3	7,3	6,6	6,1	5,8	5,6
Доп НГД	-3,1	-2,1	-1,3	-0,6	-0,2	0,2
ННГД	11,6	11,7	11,7	11,8	11,8	11,9
РАСХОДЫ	21,4	20,5	19,8	19,4	19,1	19,0
Баланс	-4,5	-3,6	-2,8	-2,1	-1,7	-1,2
Справочно: выпадающие доходы по сравнению с действующим планом	2,8	2,8	2,7	2,4	2,3	1,9

Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

При том, что определенное ухудшение бюджетных параметров уже видно в январе-феврале, оно не выглядит существенным (сказываются нефтяные допдоходы из-за превышения фактической цены нефти над 42,4 долл./барр.). В перспективе (март-декабрь) при сохранении низких цен на нефть ситуация, конечно, ухудшится: возникнут выпадающие доходы и дефицит бюджета.

Наши предварительные оценки основных параметров бюджета, исходя из среднегодового уровня цен на нефть, приведены в таблице выше.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Рынок корпоративных облигаций

Долговая нагрузка в нижней точке цикла

МТС: дальнейшее снижение долговой нагрузки маловероятно

МТС (BB+/-/BB+) опубликовала результаты за 2019 г., достигнув поставленных целей, и предоставила прогноз на 2020 г., который подразумевает относительно стабильный уровень свободного денежного потока. При этом долговая нагрузка может незначительно вырасти из-за выплаты специальных дивидендов в размере 26,5 млрд руб. в начале 2020 г. и возможного обратного выкупа акций на сумму до 15 млрд руб.

Сильные результаты в сегменте сотовой связи

В 4 кв. 2019 г. выручка выросла на 4% г./г., причем темп роста выручки от основного бизнеса услуг сотовой связи немного ускорился с 3% г./г. в 3 кв. 2019 г. до 3,3% г./г. благодаря снижению влияния отмены национального роуминга и улучшения конкурентной обстановки на рынке. Стоит отметить, что результаты Vodafone Ukraine, которая была продана в 4 кв. 2019 г., не учитываются в консолидированных результатах МТС. OIBDA повысилась на 1% г./г. в 4 кв. 2019 г., отстающий темп роста OIBDA по сравнению с выручкой вызван созданием резервов, в том числе, в банковском бизнесе. В сегментах фиксированной связи и сотовой розницы наблюдалась стагнация.

Снижение долговой нагрузки выглядит временным

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA снизилась с 2,3х до 2,1х отчасти благодаря продаже Vodafone Ukraine. При этом стоит отметить, что в феврале 2020 г. МТС выплатил специальные дивиденды в размере 26,5 млрд руб. после продажи украинского бизнеса. Менеджмент МТС также озвучил планы осуществить обратный выкуп акций в объеме до 15 млрд руб. Кроме того, в 2020 г. МТС планирует внести около 5 млрд руб. в капитал МТС Банка. С учетом прогноза на 2020 г., согласно которому OIBDA и капвложения должны остаться на уровне 2019 г., практически весь свободный денежный поток будет потрачен на регулярные дивиденды. Таким образом, долговая нагрузка к концу 2020 г. может вернуться на уровень 2,3х.

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	2019	2018	изм.
Выручка	127 063	122 022	+4%	476 106	451,466	+5%
OIBDA	51 638	51 149	+1%	210 319	204 556	+3%
Рентабельность по OIBDA	40,6%	41,9%	-1,3 п.п.	44,2%	45,3%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	10 191	16 270	+21%	61 724	51 123	+21%
Операционный поток	36 400	44 169	-18%	106 652	154 390	-31%
Инвестиционный поток, в т.ч.	3 194	-27 071	-	-29 554	-78 389	-62%
Капвложения	-30 394	-31 064	-2%	-91 736	-92 009	0%
Финансовый поток	-52 629	-35 062	+50%	-120 448	-25 924	+4,6х

В млн руб., если не указано иное	30 дек. 2019	30 сент. 2019	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	498 627	540 572	-8%
Краткосрочный долг	86 974	116 665	-25%
Долгосрочный долг	411 653	423 907	-3%
Чистый долг	434 939	472 354	-8%
Чистый долг/OIBDA LTM*	2,1x	2,3x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Конкурентная среда выглядит рациональной

В настоящий момент руководство МТС не видит угроз для бизнеса в связи с текущей ситуацией на мировых рынках: исторически спрос на услуги связи в условиях нестабильности является низко эластичным, а валютные риски захеджированы. МТС рассматривает текущий уровень конкуренции на рынке как рациональный с учетом постепенного отказа от безлимитных тарифов и осторожного повышения цен. МТС также планирует сократить количество салонов связи на 400 к концу года, однако реальный темп сокращения будет зависеть, в том числе, от действий конкурентов.

Волна продажи прошла и в евробондах РФ на этой неделе (так, выпуск Russia 28 просел в цене на 3,5%), однако она была в разы ниже той, которая пронеслась в рублевых облигациях (длинные ОФЗ обесценились на 17%). Спреды долларовых бондов эмитентов РФ к кривой UST с февраля расширились на 150-200 б.п., что обусловлено как ростом их доходности, так и значительным снижением доходностей UST. Мы считаем, что кредитный риск бондов эмитентов РФ в большей степени определяется их низкой долговой нагрузкой, чем ценами на сырье (нефть, металлы и прочее). В этой связи мы сохраняем позитивный взгляд на бонды РФ. Выпуск MOBTEL 23 с УТМ 3,5% выглядит интересным.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Борьба за рынок не позволит нефтяным ценам сильно вырасти даже после восстановления спроса	10.03.2020
Росстат: инвестиционный «бум» 2018 г. оказался еще более существенным	06.03.2020
Дезинфляция помогает улучшить динамику потребительского спроса	21.02.2020
Росстат опять по-новому взглянул на промпроизводство	18.02.2020
Продажа акций Сбербанка поддержит социальные инициативы?	12.02.2020
Бюджетный фактор подстегнул рост экономики в конце 2019 г.	04.02.2020
Неожиданные трансферты из бюджета – единственный фактор для ускорения потребительских расходов в 2020 г.	29.01.2020
Нацпроекты – единственная надежда промышленности на ускорение	27.01.2020
Страхи перед коронавирусом давят на нефть	24.01.2020

Инфляция

Ускоренная техническая дезинфляция второстепенна для ЦБ	13.01.2020
---	------------

Монетарная политика ЦБ

Политика ЦБ: потенциал для снижения ставки остается, но не в марте	05.03.2020
ЦБ в шаге от стимулирующей политики	10.02.2020
Заседание ЦБ: стоит ли спешить, когда снижение ставки – вопрос времени?	07.02.2020

Бюджетная политика

Несмотря на дефицит, Минфин может обойтись без заимствований	11.03.2020
Бюджетное правило становится союзником рубля, правда, пока слабым	10.03.2020

Рынок облигаций

Аукционы: Минфин взял паузу	11.03.2020
Аукционы: высокий интерес к ОФЗ заставляет вводить лимиты	19.02.2020
Ажиотаж во время вируса	06.02.2020

Валютный рынок

Здравствуй, новая старая реальность!	10.03.2020
Снижение долларовой ставки несильно поддержало рубль	04.03.2020
Одни лишь интервенции не смогут ослабить рубль в марте	02.03.2020
Платежный баланс: январь оказался хуже наших оценок	14.02.2020

Денежный рынок

Рост бюджетной дисциплины улучшит ситуацию с ликвидностью	21.01.2020
«Авральное» исполнение бюджета потребовало рекордного использования средств Казначейства под конец года	17.01.2020

Банковский сектор

Высокий запас валютной ликвидности, несмотря на оттоки	14.01.2020
--	------------



#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
ММК
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.