



16 марта 2020 г.

<b>Сегодня в фокусе</b>	<b>Мировые рынки</b>	ФРС ушел в ноль, а фьючерсы вновь легли на планку: худшее впереди
	<b>Рынок корпоративных облигаций</b>	РУСАЛ: «из огня да в полымя»

## Мировые рынки

### **ФРС ушел в ноль, а фьючерсы вновь легли на планку: худшее впереди**

Как мы и предполагали, обесценение рискованных активов на финансовых рынках не прошло незамеченным для FOMC (с последнего внепланового заседания 5 марта, когда ключевая ставка была снижена на 50 б.п., индекс S&P обесценился еще на 18%, опустившись на 27% от максимума). Вчера было проведено еще одно внеплановое заседание FOMC, в ходе которого ставка была снижена уже на 1 п.п. (в коридор 0-0,25 б.п.), а также формально был дан старт программе QE. Стоит отметить, что фактически программа QE уже была запущена осенью прошлого года, когда ФРС влила в банковский сектор ликвидность, а ее баланс с того момента вырос на 550 млрд долл. Помимо обнуления ключевой долларовой ставки ФРС выкупит с рынка казначейские облигации США на 500 млрд долл. ("в предстоящие месяцы", без указания точного срока), а также облигации с ипотечным покрытием на 200 млрд долл. Кроме того, ФРС будет предоставлять дисконтные кредиты (discount window loans) на срок до 90 дней, срок предоставления долларов по валютному свопу с ЦБ Канады, Великобритании, Японии, Швейцарии, ЕЦБ был удлинён с недели до 84 дней.

В качестве обоснования этих экстренных мер Дж. Пауэлл привел последствия для США от негативной эпидемиологической обстановки в мире как уже ощущаемые (прежде всего, в секторах туризма и международных пассажирских перевозок), так и ожидаемые (урон понесут в той или иной мере все сектора, зависящие от глобальных товарных цепочек поставки, которые были нарушены из-за сокращения/остановки производства в Китае). Глава ФРС отметил ухудшившиеся условия кредитования в США, в частности, повышение ставок по ипотеке, а также рост доходностей облигаций за пределами 1-го эшелона (в США это все эмитенты, не имеющие рейтинг А). Таким образом, эффект от коронавируса уже проявляется в расширении кредитных спредов, а не только в падении акций.

Несмотря на запуск QE, а также на объявление ЧП в США (которое открывает возможность расходования 50 млрд долл. из бюджета), инвесторы продолжили продавать: фьючерс на S&P, а также акции на

премаркете сегодня вновь упали на нижнюю планку (-10%), при достижении которой происходит автоматическая приостановка торгов (однако она уже не спасает от дальнейшего падения). Волна продажи обрушилась и на сырьевые рынки: нефть Brent обесценилась на 8,5% до 31 долл./барр. (готовность США закупать нефть в стратегические резервы оказала лишь краткосрочный эффект). Такая реакция рынков обусловлена тем обстоятельством, что монетарные меры не способны компенсировать убыток (выпадающие доходы) от мер, предпринимаемых для предотвращения распространения коронавируса. При этом с каждой неделей (если ни с каждым днем) становится понятно все большему кругу инвесторов, что быстрого разрешения ситуации не будет (в данном случае и время, и сохраняющаяся неопределенность играют против экономики). В СМИ также упоминается тот факт, что американские корпорации сократили объем средств, направляемых на buy-back (выкуп собственных акций, находящихся в обращении), который в прошлые годы был одним из основных факторов роста акций. Сокращение buy-backs означает, что компании ожидают худшее впереди.

Стабилизировать ситуацию на рынках могли бы мощные фискальные стимулы (например, временная отмена НДФЛ), а также выкуп акций топ-компаний на баланс ФРС (чтобы компенсировать сокращение buy-back). Однако пока информации об этом нет, а ухудшение ситуации с вирусом происходит «снежным комом». Наблюдается быстрый прирост числа инфицированных за пределами Китая, прежде всего, в европейских странах, в которых может быть высокая смертность от вируса из-за большой доли пожилого населения (по крайней мере, так обстоят дела в Италии, где ~7% инфицированных умирает против 4% в Китае). С технической точки зрения, текущий обвал имеет все еще большой потенциал для дальнейшей реализации как по времени, так и глубине: в кризис 2007 г. индекс S&P обесценился на 48% (длительность обвала 18 мес.), в кризис «нулевых» индекс рухнул на 45% (длительность – 24 мес.). Конечно, сейчас из-за обилия автоматов, используемых в торговле, время реакций на события сильно сократилось, это может ускорить начало восстановления рынков (на несколько месяцев в сравнении с прошлыми кризисами).

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Рынок корпоративных облигаций

**Слабые результаты за 4 кв.: рентабельность снизилась до 8%**

**РУСАЛ: «из огня да в полымя»**

РУСАЛ (-/ВаЗ/ВВ-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2019 г., которые продолжили ухудшаться, несмотря на повышение объемов продаж на 1,5% кв./кв. и сохранения доли продукции с добавленной стоимостью (40%), на фоне снижения цен реализации (-1,2% кв./кв. до 1873 долл./т), а также роста административных расходов (+64% кв./кв. из-за более чем вдвое повышения затрат на административный персонал), что привело к снижению EBITDA на 15% кв./кв. и рентабельности - с 9,5% до 8,1% при сохранении выручки на уровне предыдущего квартала.

**Улучшения показателей ждать не стоит, как минимум, в 1П 2020 г.**

Падение цен и спроса на алюминий, продолжившееся после перемирия в торговом конфликте между США и Китаем теперь из-за коронавируса (цена с начала года просела с 1800 долл./т до 1641 долл./т), окажет существенное негативное влияние на результаты РУСАЛа, как минимум, в 1П 2020 г. (более долгосрочное давление на цены и спрос возможно в случае замедления крупнейших экономик), которое, тем не менее, будет несколько смягчено произошедшим в марте заметным ослаблением рубля.

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2019	3 кв. 2019	изм.	2019	2018	изм.
Выручка	2 489	2 486	0%	9 711	10 280	-6%
EBITDA	201	237	-15%	966	2 163	-55%
Рентабельность по EBITDA	8,1%	9,5%	-1,4 п.п.	9,9%	21,0%	-11,1 п.п.
Чистая прибыль	141	261	-46%	960	1 698	-43%
Операционный поток	422	489	-14%	1 652	680	+2,4x
Инвестиционный поток, в т.ч.	254	321	-21%	246	-106	-
Капвложения	-285	-189	+51%	-811	-812	0%
Финансовый поток	-491	-149	+3,3x	-949	-517	+84%

  

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2019	30 сент. 2019	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 247	8 449	-2%
Краткосрочный долг	548	676	-19%
Долгосрочный долг	7 699	7 773	-1%
Чистый долг	6 466	6 833	-5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	6,69x	6,06x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**На 2020 г. запланирован рост капзатрат на 25%, от основных проектов компания отказываться не собирается**

Операционный денежный поток в 4 кв. снизился на 14% кв./кв. до 422 млн долл., также продолжилось высвобождение средств из оборотного капитала (250 млн долл., 316 млн долл. кв. ранее) благодаря в основном снижению запасов в долл. Капвложения в 4 кв. составили 285 млн долл., а за год в целом соответствовали плану – 811 млн долл. В 2020 г. капвложения прогнозируются на уровне 1 млрд долл., из них 550 млн долл. – на поддержание существующих мощностей. Основными проектами остаются строительство первых очередей Тайшетского анодного завода и Тайшетского

алюминиевого завода (в 2020 г. капзатраты на него ранее оценивались в 400 млн долл.). По заявлениям менеджмента, компания не планирует отказываться от вышеуказанных проектов, т.к. остановка строительства приведет к еще большим потерям.

**Ковенантная долговая нагрузка продолжила расти до 2,3х, максимально допустимый уровень повышен до 3,5х**

Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА за кв. выросло до 6,7х с 6,1х, хотя в 4 кв. были получены дивиденды от НорНикеля на сумму 597 млн долл. Ковенантная долговая нагрузка, которая рассчитывается как отношение чистого долга минус долг, обеспеченный акциями НорНикеля, к ЕБИТДА (т.е. без влияния доли в НорНикеле, а принимая во внимание только основной вид деятельности РУСАЛа) составила 2,3х (2,0х на начало 4 кв., максимально допустимый уровень теперь составил 3,5х вместо 3,0х). Учитывая ситуацию на рынке алюминия, мы ждем, что долговая нагрузка, скорее всего, еще повысится.

На счетах РУСАЛа - 1,8 млрд долл., что полностью покрывает краткосрочный долг (558 млн долл.), в 2021 г. долг к погашению – 0,6 млрд долл., но затем он возрастает (2,3 млрд долл. в 2022 г., 2,8 млрд долл. в 2023 г., 2 млрд долл. в 2024 г.), причем, напомним, погашение евробондов компании (один выпуск в 2022 г., и два выпуска в 2023 г.) приходится на пики выплат по кредиту Сбербанка (обеспеченного акциями НорНикеля). Кроме того, дополнительный риск представляет истечение акционерного соглашения между НорНикелем и РУСАЛом 10 декабря 2022 г., после чего дивидендные выплаты могут снизиться.

**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

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	<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.