



8 апреля 2020 г.

Сегодня в фокусе

Рынок ОФЗ

Аукционы: Минфин быстро реагирует на восстановление

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: планомерное снижение долговой нагрузки на фоне устойчивой операционной деятельности

Рынок ОФЗ

ОФЗ почти полностью оправились от распродажи

Аукционы: Минфин быстро реагирует на восстановление

После долгого перерыва (последний аукцион состоялся 26 февраля, и тогда Минфину удалось привлечь всего 9 млрд руб.) ведомство решило проверить интерес инвесторов к выпускам с короткой дюрацией. Сегодня предлагаются 3,5-летние ОФЗ 25084 (YTM 6,45%) с фиксированной ставкой купона (5,3% годовых) в объеме 20 млрд руб., новые 10-летние ОФЗ 29013 с плавающей ставкой купона (6M RUONIA) без лимита и инфляционные ОФЗ 52002 (с купоном 2,5% и номиналом, индексируемым на показатель потребительской инфляции Росстата) в объеме 10,8 млрд руб.

С конца февраля на фоне стремительно обесценивавшегося рубля на рынке ОФЗ произошла распродажа, в результате которой доходности длинных выпусков взлетели на 230 б.п. (до YTM 8,44% по 10-летним ОФЗ 26228 и до YTM 8,65% по 19-летним ОФЗ 26230). Однако с середины марта рынок стал восстанавливаться, и к настоящему моменту большая часть ценовых потерь компенсирована: например, доходность 10-летних бумаг (YTM 6,74%) лишь на 50 б.п. выше уровней, сложившихся до распродажи (конец февраля). Аналогичная динамика наблюдалась и на рынке еврообондов РФ, которые, тем не менее, все еще сохраняют широкий спред к кривой UST из-за ситуации на рынке нефти.

Повышенный кредитный риск и уверенность в низкой ключевой ставке способствуют спросу на ОФЗ

По нашему мнению, такое восстановление российского долгового рынка (главным образом, в сегменте суверенных и квазисуверенных бумаг, тогда как во 2-3 эшелонах доходности остаются повышенными) связано не с возвращением нерезидентов (для этого нужны другие цены на нефть, являющиеся основным индикатором, определяющим состояние экономики РФ), а с покупками просевших бумаг локальными банками. Такие покупки появились после того, как ЦБ РФ однозначно дал понять в своих комментариях ("ЦБ РФ видит потенциал для снижения ключевой ставки в 2020 году, будет выбирать момент"), что повышение ключевой ставки является почти невозможным (для этого нужен еще какой-нибудь шок, влекущий быстрое обесценение рубля). Кроме того, сработал и технический фактор завершения 1 кв. (у банков на балансах большой портфель ОФЗ).

В предположении ключевой ставки на уровне 5,75-6% в течение следующих 12М текущая кривая ОФЗ уже не выглядит фундаментально интересной (спред 10-летних бумаг к RUONIA составляет всего 100 б.п.). Тем не менее, доходности могут стать еще ниже благодаря «бегству в качество» локальных инвесторов (прежде всего, банков). Новые экономические условия могут привести к финансовой несостоятельности многих компаний среднего и малого бизнеса, а также физических лиц (основной сегмент активного кредитования в 2019 г.), при этом меры поддержки могут оказаться недостаточно эффективными. Таким образом, повышенный кредитный риск не позволит инвестировать, а возникающая свободная ликвидность от погашаемых кредитов будет уходить в депозиты ЦБ РФ и ОФЗ. Эти факторы (наличие заметной премии к RUONIA и «бегство в качество») могут поддержать спрос на предлагаемые сегодня ОФЗ 25084 и ОФЗ 29013. С другой стороны, учитывая дефицитный бюджет, недостатка предложения новых бумаг в этом году на первичном рынке не будет (мы ждем появления премий в доходностях за объемы).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: планомерное снижение долговой нагрузки на фоне устойчивой операционной деятельности

Вчера АФК Система (BB-/-/BB-) опубликовала результаты за 4 кв. 2019 г., которые оказались несколько лучше ожиданий рынка. Чистый долг корпоративного центра продолжил снижение после продажи доли в Детском мире в рамках SPO и достиг отметки в 184 млрд руб., и мы ожидаем его дальнейшего снижения в 2020 г., как минимум, в результате получения средств от уже объявленных корпоративных действий (более подробно о них см. ниже).

Консолидированная выручка выросла на 3% г./г., а OIBDA снизилась на 5% г./г., в первую очередь, из-за повышенных инвестиций в развитие Ozon, которые отражаются в результатах Системы на уровне операционной прибыли. Замедление динамики роста консолидированных активов связано с деконсолидацией украинского подразделения МТС, которое демонстрировало опережающие темпы роста выручки и OIBDA. Показатели Segezha Group и Агрохолдинга Степь выглядят достаточно стабильными, несмотря на негативную динамику мировых цен на сырьевые товары, по причине продажи запасов в 4 кв. 2019 г., при этом в ходе телеконференции президент Segezha Group М. Шамолин заявил, что «дно» цен на продукцию холдинга было пройдено в конце 2019 г. - начале 2020 г., и текущие контрактные цены примерно на 10% превышают этот уровень.

Относительно текущей мировой ситуации с пандемией Covid-19 менеджмент АФК Система заверил, что операционные компании

холдинга работают преимущественно в отраслях, устойчивых к текущему кризису. К тому же, некоторые портфельные компании в состоянии извлечь выгоду из текущей ситуации, к примеру, Ozon наблюдает взрывной рост заказов, трафик МТС значительно растет, а экспортные компании холдинга получают выгоду от девальвации рубля. При этом Система предпочитает действовать осторожно в текущих условиях, ограничивая инвестиционную и M&A активность теми секторами, где у холдинга уже есть активы, причем инвестиции осуществляются с балансов операционных дочек, частично с использованием механизма проектного финансирования, что позволяет не увеличивать долговую нагрузку корпоративного центра. Также в текущих условиях дивидендная политика Системы отходит на второй план, что, на наш взгляд, означает, что в 2020 г. общая сумма дивидендов, как и в течение последних лет после «дела Башнефти» составит порядка 1 млрд руб.

По итогам 2019 г. чистый долг корпоративного центра АФК составил 184 млрд руб., снизившись на 15 млрд руб. по сравнению с 3 кв. 2019 г. Основная часть снижения чистого долга обусловлена продажей доли в Детском мире в рамках SPO на сумму около 12,5 млрд руб. С начала 2020 г. Система уже получила порядка 13 млрд руб. специальных дивидендов от МТС после продажи украинского бизнеса и должна получить еще около 7 млрд руб. в ходе программы обратного выкупа акций МТС. Также в начале 2020 г. Система поучаствовала в очередном раунде финансирования Ozon на сумму 3 млрд руб. (доля Системы в этом транше составляет половину, т.е. 1,5 млрд руб.) и оценивает потребность Ozon в инвестициях на 2020 г. в 10 млрд руб. С учетом этих данных, а также предполагая ограниченную инвестиционную активность в 2020 г. (как с точки зрения приобретения, так и продажи активов), мы полагаем, что к концу года чистая задолженность корпоративного центра будет находиться на уровне 160-170 млрд руб.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Неделя отдыха будет дорого стоить российской экономике	26.03.2020
Отсутствие планов по сокращению общего объема расходов должно поддержать экономику	24.03.2020
Промышленность в феврале: «в счастливом неведении»	18.03.2020
Меры Правительства - неотложная помощь, лечение впереди	17.03.2020
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

Инфляция

Ажиотажный спрос на «гречку» оказался проинфляционным	26.03.2020
---	------------

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: фундаменталии – за повышение, но ЦБ может пойти «своим путем»	20.03.2020
Политика ЦБ: потенциал для снижения ставки остается, но не в марте	05.03.2020

Бюджетная политика

Начало шока уже отразилось в бюджете	13.03.2020
Несмотря на дефицит, Минфин может обойтись без заимствований	11.03.2020

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

Скорость ослабления рубля заставила ЦБ РФ действовать	19.03.2020
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

Денежный рынок

Дефицитный бюджет сдержит повышение ставок МБК	25.03.2020
--	------------

Банковский сектор

Послабления ЦБ помогут, но не уберегут банки от убытков	30.03.2020
Без регуляторных послаблений банковский сектор может испытать стресс	27.03.2020



#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.