



## Мировые рынки

### Все меньше шансов на решение греческого вопроса "в последний момент"

Вчера Греция допустила ожидаемый дефолт по долгу (не выплатив 1,55 млрд евро МВФ). Сегодня состоится конференция Еврогруппы относительно действий по греческому вопросу, который может стоить 328 млрд евро (не считая косвенных убытков, связанных с вероятным выходом Греции из зоны евро) в случае отсутствия решения. У "тройки" кредиторов остается все меньше времени на поиск компромиссного варианта, который бы устроил Правительство Греции, до начала референдума (5 июля). Тем временем инвесторы теряют надежду на то, что удастся избежать реструктуризации госдолга Греции: 10-летние бонды потеряли еще 2 п.п. и сейчас стоят 40% от номинала.

## Рынок ОФЗ

### План заимствований на 3 кв.: Минфин наращивает предложение

По представленному вчера плану в 3 кв. Минфин планирует разместить ОФЗ номиналом 275 млрд руб., для сравнения - во 2 кв. ведомству удалось реализовать 245,8 млрд руб., то есть почти в полном объеме выполнить план (250 млрд руб.). При этом ведомство делает ставку на короткие и среднесрочные выпуски (со сроком до погашения менее 5 лет), на них приходится 150 млрд руб. всего предложения, что, по нашему мнению, оправданно. Мы ожидаем более слабую конъюнктуру рынка, поскольку основной потенциал снижения доходностей был отыгран в 1П 2015 г. (в доходностях ОФЗ уже заложена ключевая ставка на уровне 10%). Судя по уменьшению инверсии вдоль суверенной кривой (спред между 10-летними и 2-летними ОФЗ является положительным), участники рынка также не предполагают в краткосрочной перспективе существенно более низкие доходности.

В сравнении с погашениями объем привлечения на рынке госбумаг (ГСО/ОФЗ) не выглядит высоким: так, во 2 кв. объем чистых заимствований составил 72 млрд руб. (было погашено 218 млрд руб., а привлечено всего 290 млрд руб. с учетом нерыночных размещений на сумму 45 млрд руб.), в 1 кв. погашения (196,2 млрд руб.) превысили размещения (103,5 млрд руб.). В случае если Минфину удастся выполнить план на 3 кв., чистое привлечение составит 97,4 млрд руб., а за 9М - всего 76,7 млрд руб. Таким образом, пока ведомству удастся по сути лишь рефинансировать госдолг, при этом погашения в сумме с выплатой НКД (расходы на обслуживание долга в месяц в среднем составляют 25 млрд руб.) заметно превышают объем заимствований. По-видимому, даже несмотря на определенный запас ликвидности у управляющих пенсионными средствами, в целом участники рынка не готовы увеличивать свою позицию в госбумагах (покупать ОФЗ без премии к рынку). И хотя последние данные позволяют надеяться на более низкий дефицит федерального бюджета (наша оценка <2 трлн руб. или около 2,5% ВВП против официальных 3,7% ВВП) при текущей интенсивности размещения госбумаг, финансировать его в этом году придется в основном за счет Резервного фонда.

### Аукционы ОФЗ: беспроигрышная ставка на выпуск 24018

На первом в этом квартале аукционе будут предложены 2,5-летние ОФЗ 24018 (с купоном 6М RUONIA + 74 б.п.) в объеме 15 млрд руб. (это ниже 19,6 млрд руб. среднего предложения Минфина согласно плану на 3 кв.), что является консервативным предложением в текущих неблагоприятных условиях рынка классических ОФЗ (доходность длинных бумаг за неделю поднялась на 10-15 б.п.). ОФЗ с плавающей ставкой купона продолжают демонстрировать динамику лучше рынка: так, за неделю ОФЗ 24018 подорожали на 1-1,5 п.п. до 101,75% от номинала, что транслируется в спред всего 5 б.п. к ставке 6М RUONIA. Это, скорее всего, стало реакцией на появление в терминале ставки 2-го купона (15,27% годовых, что на 4,4 п.п. выше ставки предшествующего купона) на следующий период с 1 июля по 30 декабря. Мы считаем, что выпуск 24018 достиг своих справедливых уровней, однако интерес инвесторов может быть обусловлен его высокой текущей доходностью (на период удержания до 3 месяцев).

## Рынок корпоративных облигаций

### РусГидро: привлечение капитала может снизить риски кредиторов. См. стр. 2

РусГидро (BB/Va2/BB+) опубликовала слабые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО. В настоящий момент компания находится в финальной стадии "недолгового" рефинансирования задолженности ПАО ЭС Востока по схеме, которая не приведет к нарушению ковенанты, ограничивающей Долг значением 3,0x LTM EBITDA, которое зафиксировано во многих кредитных соглашениях и в проспекте евробондов. Новый инвестор в акционерный капитал РусГидро де-факто своим участием снизит риски кредиторов компании. Наша рекомендация от 19 июня покупать краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 оправдалась: их доходность снизилась на 1 п.п. до YTM 12,3% @ октябрь 2015 г. Бумаги интересны для удержания до погашения.

## РусГидро: привлечение капитала может снизить риски кредиторов

**Ожидаемо слабые результаты 1 кв. 2015 г. на фоне низкой водности**

РусГидро (BB/Ba2/BB+) опубликовала слабые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО. Фактор низкой водности сыграл ключевую роль, негативно отразившись как на выработке, а следовательно, и выручке ГЭС, так и на расходах дальневосточных ТЭС РусГидро. Низкая выработка ГЭС на Дальнем Востоке привела к необходимости дополнительно загружать неэффективные ТЭС, в результате чего существенно выросли топливные издержки компании.

### Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	97 668	100 847	-3%	97 668	94 716	+3%
ЕБИТДА	19 113	21 742	-12%	19 113	25 491	-25%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,6%	21,6%	-2 п.п.	19,6%	26,9%	-7,3 п.п.
Чистая прибыль	11 862	1 062	+11,2x	11 862	14 294	-17%
Операционный поток	14 138	25 815	-45%	14 138	13 933	+1%
Инвестиционный поток, в т.ч.	3 787	-29 039	-	3 787	-2 951	-
Капвложения	15 832	30 699	-48%	15 832	10 563	+50%
Финансовый поток	-5 157	-5 142	0%	-5 157	1 376	-

  

В млн руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	175 633	177 030	-1%
Краткосрочный долг	58 104	57 843	0%
Долгосрочный долг	117 529	119 187	-1%
Чистый долг	128 500	142 636	-10%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,92x	1,95x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**РусГидро может привлечь до 85 млрд руб. через допэмиссию...**

В настоящий момент компания сосредоточена на рефинансировании задолженности РАО ЭС Востока и ищет схему, которая позволит решить эту проблему, при этом не нарушив ковенанту, ограничивающую Долг/ЕБИТДА значением 3,0x, которое зафиксировано во многих кредитных соглашениях и в проспекте еврообондов. РусГидро прорабатывает с госбанками сделку, в рамках которой один из банков может войти в капитал компании, внося до 85 млрд руб. Стоит отметить, что если ранее в СМИ появлялась информация, что схема сделки предполагает наличие у госбанка пут-опциона на данный пакет акций РусГидро, то вчера в ходе конференц-звонка менеджмент компании заявил, что на текущий момент пут-опцион не входит в обсуждаемую структуру привлечения финансирования. Также было отмечено, что казначейский пакет акций остается зарезервированным для сделки по вхождению Роснефтегаза в капитал РусГидро для финансирования строительства и модернизации ГЭС в Киргизии и Абхазии.

**...что может положительно отразиться на кредитном качестве компании**

Нам не совсем понятно, каким образом будет структурирована сделка без пут-опциона, так как текущая цена акций РусГидро (53 копейки) вдвое ниже минимальной возможной цены продажи новых акций (номинал акций – 1 рубль). Однако в случае, если сделка не будет предполагать наличие пут-опциона, новый инвестор в акционерный капитал РусГидро де-факто своим участием снизит риски кредиторов компании, то есть улучшит кредитное качество РусГидро. При этом, на наш взгляд, даже схема докапитализации компании с наличием у банка пут-опциона, обсуждаемая ранее в СМИ, также позитивно отразилась бы на кредитном качестве РусГидро в среднесрочной перспективе, так как истечение срока пут-опциона с высокой долей вероятности произошло бы не ранее чем через 5 лет. По словам менеджмента, детали сделки могут быть раскрыты в сентябре.

**Компания также планирует нарастить дивиденды и снизить инвестиции**

Обсуждая возможное вхождение госбанка в капитал РусГидро, менеджмент отметил, что для дальнейшего роста стоимости акций компании могут потребоваться такие шаги, как рост дивидендов, сокращение инвестпрограммы и дальнейшее снижение операционных расходов. Кроме того, на повестке дня остается и работа по согласованию более высоких тарифов на Дальнем Востоке. Мы ожидаем, что какие-то детали по данным вопросам могут быть объявлены в конце осени.

1 июля 2015 г.

Наша рекомендация от 19 июня покупать краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 оправдалась: их доходность снизилась на 1 п.п. до YTM 12,3% @ октябрь 2015 г. Бумаги интересны для удержания до погашения.

**Федор Корначев**

fedor.kornachev@raiffeisen.ru

+7 495 221 9851

**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

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

### Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

### Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

### Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

### Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

### Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

### Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



# #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

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



# #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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.