



## Мировые рынки

### На всех сегментах рынка продолжается рост

Несмотря на то, что цены на многие активы близки к своим историческим максимумам, почти во всех сегментах финансовых рынков продолжается рост. Американские индексы акций дорожают (+0,3%) вместе с облигациями UST (доходности 10-летних выпусков снизились на 3 б.п. до УТМ 1,67%, обновив локальный минимум после сильного спроса на вчерашнем аукционе). Такая ситуация обусловлена проведением мягкой монетарной политики регуляторами большинства развитых стран (прежде всего, ФРС), что, по мнению участников рынка, позволит поддерживать экономический рост (=избежать "жесткой посадки" китайской экономики). Вышедшие вчера JOLTS за апрель оказались неоднозначными: с одной стороны, рост вакансий продолжился (+3,9%), а с другой стороны, темп прироста кадров замедлился (в качестве причины указывается дефицит квалифицированных кадров). Опубликованные данные EIA вновь указали на сокращение коммерческих запасов нефти в США (за прошлую неделю на 3,2 млн барр.), что стало поводом для роста котировок Brent (на 1 долл. до 52,5 долл./барр.).

### Российские облигации пользуются высоким спросом

Благодаря позитивной динамике нефти и rallied в UST суверенные облигации Russia 42, 43 вчера подорожали на 2,5 п.п., при этом их доходности опустились ниже УТМ 5%. В сравнении с близкими к нулевым ставками в еврозоне облигации РФ остаются очень привлекательными для нерезидентов в условиях текущих цен на нефть. С высоким спросом прошло размещение 7-летних облигаций НЛМК в объеме 700 млн долл.: доходность на уровне 4,5% годовых не предполагает какой-либо премии к бумагам 1-го эшелона (LUKOIL 23, NVTKRM 22). Также сегодня сбор книг на покупку проводят представители 2-го эшелона - Евраз (5,5-летние бумаги с УТМ 7,25-7,5%) и Совкомфлот (7-летние бумаги в районе УТМ 5,75%). В случае Евраза предполагается заметная премия к находящимся в обращении EVRAZ 21 (УТМ 6,7%), что, по нашему мнению, оправдано кредитными рисками. Альтернативой Совкомфлоту могут служить VIP 23 (УТМ 5,53%, с купоном 5,95%).

## Экономика

### В начале июня инфляция снизилась до 0%

В первую неделю июня рост потребительских цен оказался равным 0,0%. И это не проблемы округления: среднесуточный рост цен тоже был нулевым. Это чрезвычайно низкие темпы роста для данного времени года, они даже ниже, чем в начале июня 2015 г., когда инфляция м./м. была рекордно низкой (0,2% м./м.). В результате, по нашим оценкам, инфляция г./г. даже снизилась с 7,3% до 7,2%. В то же время, такая благоприятная картина была достигнута за счет всего лишь одного фактора – снижения цен на плодоовощную продукцию на 1%. Практически все остальные категории продемонстрировали некоторое ускорение роста по сравнению с предыдущими неделями. В этом году динамика цен на плодоовощную продукцию демонстрирует нетипичную сезонность – снижение цен началось уже в марте, такого не наблюдалось за весь период доступной статистики (с 2002 г.). Поэтому существуют риски, что летом и осенью ситуация с ценами на овощи и фрукты будет не столь благоприятная. Однако в целом последние данные по инфляции, даже без учета плодоовощной продукции, не дают серьезного повода для беспокойства. Поэтому мы считаем, что столь позитивный отчет по инфляции дает ЦБ еще меньше оснований медлить со снижением ключевой ставки. Мы ожидаем, что 10 июня ставка будет снижена на 50 б.п. до 10,5%.

## Рынок ОФЗ

### Конъюнктура подстегнула спекулятивный спрос

На вчерашних аукционах Минфину удалось реализовать весь предложенный объем 27,4 млрд руб. без премии по доходностям ко вторичному рынку: по средневзвешенным ценам доходности составили УТМ 9,03% по 5-летним 26217 и УТМ 8,72% по 15-летним 26218. Основным фактором повышенного спроса стал всплеск общего интереса к GEM в результате снижения ожидания по ужесточению монетарной политики ФРС. Также поддержку оказывают и внутренние факторы - выход данных, свидетельствующих о заметном замедлении инфляции, которые подкрепляют ожидания по возобновлению цикла снижения ключевой ставки ЦБ РФ (10 июня, как минимум, на 50 б.п.). После аукционов котировки 26218 прибавили 15-20 б.п. Отметим, что этот выпуск выбивается из суверенной кривой: более короткие ОФЗ 26207 и 26212 находятся на уровне УТМ 8,64-8,66%. В случае сохранения позитивной конъюнктуры на рынке нефти, эта премия, скорее всего, будет устранена.

## Рынок корпоративных облигаций

Роснефть: сокращает издержки, но может потерять в добыче. См. стр. 2

## Роснефть: сокращает издержки, но может потерять в добыче

### Долговая нагрузка не изменилась

Вчера Роснефть опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Долговая нагрузка практически не изменилась и составила 1,8x Чистый долг/ЕБИТДА. Свободный денежный поток упал в два раза до 54 млрд руб., а показатель ЕБИТДА снизился на 5% кв./кв. Однако стоит отметить существенное сокращение (на 26% кв./кв.) производственных расходов, что позволило увеличить рентабельность по ЕБИТДА с 20,9% в 4 кв. до 22,7% в 1 кв. При этом опасение вызывает значительное сокращение производственных показателей на зрелых месторождениях, что повышает риски падения добычи. Но менеджмент планирует стабилизировать добычу и ожидает даже рост по ряду зрелых проектов.

На счетах компании накоплено более 1,2 трлн руб., что с запасом покрывает краткосрочные обязательства перед кредиторами в 986 млрд руб. С учетом накопленных средств мы считаем, что Роснефть может самостоятельно профинансировать запланированные капитальные вложения (0,9-1 трлн руб.) и выплату дивидендов (125 млрд руб.). Для сравнения, в 2015 г. чистый операционный денежный поток, скорректированный на предоплаты, составил 1,26 трлн руб.

График погашения задолженности Роснефти предполагает выплату 9,2 млрд долл. в 2016 г., 9,7 млрд долл. в 2017 г., 11,7 млрд долл. в 2018 г., 1,8 млрд долл. и 15,6 млрд долл. в 2020-2029 гг.

Вчера министр экономического развития А. Улюкаев заявил, что приватизация Роснефти стоит в плане на этот год, но гарантий нет. По его оценкам, шансы провести приватизацию компании более 50%. Он также отметил, что рассматривается вариант комбинированной приватизации, которая будет состоять из двух частей: размещение относительно небольшого пакета в 5-7% на бирже и продажа крупной доли в 12,5%-14,5%. Мы считаем, что правительству будет достаточно трудно провести приватизацию нескольких крупных компаний до конца года. Более вероятно, что продажа крупного пакета Роснефти будет сдвинута на следующий год.

### Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.	1 кв. 2016	1 кв. 2015	изм.	
Выручка	1 048	1 196	-12%	1 048	1 321	-21%	
ЕБИТДА	238	250	-5%	238	298	-20%	
Рентабельность по ЕБИТДА	22,7%	20,9%	+1,8 п.п.	22,7%	22,6%	+0,2 п.п.	
Чистая прибыль	14	53	-74%	14	56	-75%	
Чистая рентабельность	1,3%	4,4%	-3,1 п.п.	1,3%	4,2%	-2,9 п.п.	
Операционный денежный поток	210	303	-31%	210	238	-12%	
Капитальные вложения	- 156	- 193	-19%	- 156	- 133	+17%	
Свободный денежный поток	54	110	-51%	54	105	-49%	
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2016			31 дек. 2015			
Совокупный долг, в т.ч.	3 208			3 323			-3%
Краткосрочный долг	986			1 040			-5%
Долгосрочный долг	2 222			2 283			-3%
Чистый долг	1 987			2 050			-3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,81x			1,77x			-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Есть опасность снижения добычи в 2016 г.

В 1 кв. 2016 г. суточная добыча углеводородов осталась неизменной на уровне 5,2 млн барр. в сутки. При этом добыча жидких углеводородов снизилась на 0,4% кв./кв. Опасения вызывает снижение показателей на зрелых месторождениях Юганскнефтегаза (-0,4% кв./кв.), Самотлорнефтегаза (-1,5% кв./кв.), Оренбургнефти (-4,8% кв./кв.) и даже Ванкорнефти (-1,9% кв./кв.). Производство нефтепродуктов в РФ сократилось на 5,3% кв./кв. до 19 млн т. На телеконференции менеджмент компании заявил, что Роснефть увеличивает бурение на большинстве зрелых месторождений, что должно стабилизировать добычу уже во 2-3 кв. 2016

г.

**Рентабельность растет за счет контроля над расходами**

Росту рентабельности по EBITDA, в первую очередь, способствовал контроль над расходами. Так, производственные издержки сократились на 26% кв./кв. до 137 млрд руб. На 7% до 153 руб./барр. снизились удельные затраты в сегменте добычи, на 43% упали расходы в нефтепереработке. Роснефть планирует сохранить достигнутое снижение издержек примерно на текущем уровне. Мы полагаем, что в 2-4 кв. 2016 г. рентабельность по EBITDA несколько сократится.

**Капвложения несколько отстают от плана**

Капитальные вложения в 1 кв. составили 156 млрд руб., что на 19% ниже уровня 4 кв. Свободный денежный поток сократился на 51% кв./кв. до 54 млрд руб. Напомним, в 2016 г. менеджмент намерен увеличить инвестиции до 0,9-1 трлн руб., что, по нашему мнению, является завышенной оценкой. Мы полагаем, что рост может быть значительно ниже - до 750 млрд руб., так как цены на нефть будут оставаться на низких уровнях.

Наша рекомендация от 1 апреля 2016 г. реализовалась: спред TMENRU 20 - MOBTEL 20 сократился с 15 б.п. до -20 б.п. В настоящий момент мы считаем интересными выпуски GAZPRU 18,19, номинированные в швейцарских франках (они предполагают премию к долларовой кривой эмитента). Также рекомендуем покупать GAZPRU 20, номинированный в евро.

**Андрей Полищук**  
andrey.polischuk@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9849

**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

В апреле сальдо текущего счета не компенсировало отток капитала

Начало весны экономика встретила ростом

В 1 кв. 2016 г. промпроизводство выросло даже без учета високосного дня

Импорт подает признаки роста

### Рынок облигаций

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Возобновление трат Резервного фонда — фактор инверсии кривой ОФЗ

Рынок ОФЗ живет в своей бюджетной «реальности»

### Банковский сектор

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Избыточная рублевая ликвидность начала уходить в валюту

Повышение отчислений в ФОР по валютным депозитам: нейтральный эффект

### Инфляция

Инфляция г./г. начала ускоряться, однако пока в пределах статистической погрешности

Инфляция г./г. в апреле все же не выросла, помогло укрепление рубля

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ снова проявил осторожность, но к снижению ставки готов

ЦБ не снизит ключевую ставку, однако риторика смягчится

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой



# #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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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 9847

---

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.