



11 августа 2016 г.

Рынок ОФЗ

Всплеск интереса к длинным бумагам на фоне пересмотра ожиданий по инфляции

В ходе вчерашнего аукциона инвесторы проявили высокий спрос (превысивший предложение почти в 4 раза, размещены были все 15 млрд руб.) на 10-летние ОФЗ 26219 с фиксированным купоном, при этом плавающие ОФЗ 29006 оказались востребованы лишь частично (реализовано 6,2 млрд руб. из 10 млрд руб.). Судя по удовлетворенным заявкам, столь успешное размещение ОФЗ 26219 было обусловлено крупными покупателями (выставлявшими заявки на 3 млрд руб. в районе 97% от номинала с УТМ 8,37%). Возможно, это крупные локальные банки, располагающие избытком ликвидности (не сумевшие разместить на аукционе депозит в ЦБ РФ). Также вслед за недельной дефляцией (уже вторую неделю подряд, согласно данным Росстата) происходит и пересмотр ожиданий участников рынка по среднесрочной инфляции в сторону понижения, о чем свидетельствует сужение спреда ОФЗ 26215 - 52001 на 20 б.п. (за последние 2 недели) до 5,5%. Таким образом, реальная доходность длинных ОФЗ составляет 275 б.п. (одна из самых высоких среди GEM). На вторичном рынке после аукциона на небольших объемах цена поднялась до 97,7% от номинала, что соответствует УТМ 8,25%. При таком ценообразовании лучшей альтернативой длинным ОФЗ являются плавающие ОФЗ 29006, фиксированная синтетическая доходность которых по цене 104% (отсечка) составляет 8,9% (отсутствие нерезидентов обуславливает такую большую премию к классическим выпускам). Также мы продолжаем рекомендовать к покупке среднесрочные выпуски (ОФЗ 26214, 26205, 26217) с УТМ 8,7% (=реальная доходность 3,2%).

Рынок корпоративных облигаций

Ростелеком: (почти) 2,0

Ростелеком (BB+/-/BBB-) вчера опубликовал результаты за 2 кв. 2016 г., которые оказались хуже ожиданий рынка. Основной причиной стало невыполнение государством контракта по программе Устранения цифрового неравенства (УЦН) из-за сокращения бюджетных расходов. Это вынудило Ростелеком добавить в прогноз OIBDA на 2016 г. (ожидается на уровне прошлого года) условие "при полном выполнении контракта". При этом менеджмент заявил, что ожидает сокращения контракта, что подразумевает снижение OIBDA г./г. в 2016 г. Долговая нагрузка выросла с 1,75х Чистый долг/LTM OIBDA в 1 кв. 2016 г. до 1,86х из-за падения OIBDA (-11% г./г.) и роста Чистого долга, поскольку, по словам менеджмента, компания осуществила значительную часть капвложений в 1П, а также произвела оплату по начисленным в 2015 г. инвестиционным расходам. Мы не исключаем, что к концу года, с учетом вероятного снижения OIBDA, долговая нагрузка может достигнуть уровня 2,0х. Что касается обсуждаемой в прессе возможности поглощения Ростелекомом Теле2, долговая нагрузка которой продолжает расти, менеджмент опроверг эти слухи, заявив, что реализация потенциала конвергентных услуг возможна и при текущей структуре владения активом (СП). При этом наличие крупных банков в числе акционеров Теле2 снимает необходимость финансирования со стороны Ростелекома.

ЕвроХим: ценовое давление сохраняется

EuroChem Group AG (далее – ЕвроХим) (BB-/BB) опубликовал ожидаемо негативные результаты за 2 кв. 2016 г., продемонстрировав падение EBITDA почти в 2 раза кв./кв. и увеличение долговой нагрузки на фоне продолжающейся ценовой коррекции (падение на 4-17% кв./кв. для разных типов удобрений) и снижения объема продаж азотных (-17% кв./кв.) и фосфатных (-20% кв./кв.) удобрений. Кроме того, компания снизила объемы продаж удобрений сторонних производителей, что привело к падению выручки сегмента дистрибуции на 33% кв./кв. до 543 млн долл. В результате общая выручка упала на 19% кв./кв. до 1 013 млн долл. При этом себестоимость сократилась всего на 10% кв./кв., а затраты на дистрибуцию, а также общие и административные расходы даже выросли на 7% и 16% кв./кв., соответственно, что привело к падению EBITDA на 47% кв./кв. до 202 млн долл. Чистый операционный денежный поток сократился на 11% кв./кв. до 244 млн долл., и его не хватило для покрытия сезонно возросших капзатрат в размере 341 млн долл., что привело к росту заимствований. Так, общий долг компании без учета проектного финансирования (0,4 млрд долл.) вырос на 5% кв./кв. до 3,7 млрд долл., а Чистый долг – на 7% кв./кв. до 3,3 млрд долл., или 2,4х LTM EBITDA против 2,1х в 1 кв. 2016 г. По сообщениям СМИ, компания ожидает снижения EBITDA в 2016 г. на 25-30% г./г., или 1,1-1,2 млрд долл. С учетом того, что EBITDA за 1П 2016 г. составила 586 млн долл., EBITDA во 2П должна быть как минимум на том же уровне или лучше, что выглядит достаточно оптимистично на фоне продолжающегося падения цен на удобрения и укрепления рубля против среднего уровня 70,3 руб./долл. в 1П 2016 г.

Polyus: без изменений после промежуточных результатов. См. стр. 2

Газпром: низкие цены обеспечивают рост поставок в Европу. См. стр. 3

Polyus: без изменений после промежуточных результатов

Нейтральные результаты

Крупнейший российский производитель золота Polyus (S&P: BB-) опубликовал нейтральные финансовые результаты за 1П 2016 г. по МСФО. Напомним, ранее компания представляла ключевые показатели за 1 кв. 2016 г., в том числе долг на 1 мая 2016 г. (см. наш обзор от 28 июня 2016 г.), которые незначительно изменились по итогам полугодия. В частности, рентабельность по EBITDA в 1П 2016 г. осталась на уровне 1 кв. (64%). Чистый долг достиг 3,5 млрд долл. (3,15 млрд долл. на 1 мая) после получения ПАО Полиус кредита Сбербанк на 2,5 млрд долл. и обратного выкупа акций основного акционера на ~3,5 млрд долл. Долговая нагрузка выросла до 2,5х Чистый долг/EBITDA с 2,4х на 1 мая 2016 г.

Ключевые финансовые показатели Polyus

В млн долл., если не указано иное	1П 2016	2П 2015	изм.	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.
Выручка	1 082	1 169	-7%	571	511	+12%
EBITDA	691	685	+1%	362	329	+10%
Рентабельность по EBITDA	63,9%	58,6%	+5,3 п.п.	63,4%	64,4%	-1,0 п.п.
Чистая прибыль/убыток	499	427	+17%	207	292	-29%
Операционный поток	479	585	-18%	н/д	н/д	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	13	-558	-	н/д	н/д	-
Капвложения*	-140	-172	-19%	н/д	н/д	-
Финансовый поток	-967	330	-	н/д	н/д	-
В млн долл., если не указано иное	30 июня 2016			31 дек. 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 851			2 185		+2,2х
Краткосрочный долг	138			38		+3,6х
Долгосрочный долг	4 713			2 147		+2,2х
Чистый долг	3 469			360		+9,6х
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,5х			0,3х		-

* Согласно отчету о движении денежных средств

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки из-за сокращения объемов продаж с Олимпиады

В целом выручка в 1П 2016 г. снизилась на 7% относительно предыдущего 2П 2015 г. до 1,08 млрд долл. за счет сокращения объемов реализации на 14% п./п. до 837 тыс. унций (-12% с Олимпиады, -76% с россыпных месторождений, последнее связано с сезонным фактором) при росте цен реализации компании в целом на 7% п./п. до 1 277 долл./унция. Показатель EBITDA повысился на 1% п./п. в результате благоприятной ценовой конъюнктуры и ослабления рубля (на 9% п./п.). Так, денежная себестоимость (cash-cost) на унцию реализованного золота снизилась на 9% п./п. до 377 долл./унция. Рентабельность по EBITDA выросла на 5,3 п.п. до 64%. Отметим, что давление на показатели Полиуса оказали результаты основного добывающего актива компании - Олимпиады (42% в объемах продаж), на котором денежная себестоимость, по нашим оценкам, напротив, выросла на 3% п./п. до 416 долл./унция в результате пониженного содержания золота в руде. По оценкам компании, во 2П 2016 г. и 1П 2017 г. содержание золота восстановится и будет повышаться.

Рост EBITDA и рентабельности за счет повышения цен и ослабления рубля

Увеличение оборотного капитала снизило операционный денежный поток

Чистый операционный денежный поток в 1П 2016 г. сократился на 18% п./п. до 479 млн долл., так как в оборотный капитал было инвестировано 85 млн долл. (против высвобождения 34 млн долл. во 2П 2015 г.) из-за роста запасов и закупок запчастей в преддверии плановых ремонтов. Во 2П ожидается, что оборотный капитал останется на том же уровне. Согласно данным компании, капвложения в 1П составили всего 186 млн долл. (из них 82 млн долл. - на Наталкинское месторождение), или ~30% годового бюджета. Напомним, что в 2016-2017 гг. капзатраты планируются на уровне 600-650 млн долл. ежегодно (300 млн долл. в год на Наталку), и, по нашим оценкам, могут быть профинансированы в основном из собственных средств компании (~511 млн долл. FCF за последние 12М).

По оценкам менеджмента, EBITDA во 2П 2016 г. превысит показатель 1П за счет лучших операционных показателей (в том числе на россыпных месторождениях) и увеличения содержания золота в породе (на Олимпиаде). Кроме того, на наш взгляд, поддержку окажет

**Компания
прогнозирует
повышение
результатов во 2П**

продолжающийся рост цен на золото (+7% со 2 кв., +14% с начала года). При этом укрепление рубля относительно среднего значения в 1П 2016 г. (на 9%) повысит денежную себестоимость и окажет некоторое давление на рентабельность. Здесь стоит также отметить, что при более сильном росте цен компания может понести убытки в рамках программы стабилизации выручки (48% объемов золота захеджировано с помощью барьерных опционов), согласно которой минимальная цена части объемов ограничена 1 377 долл./унция и еще часть - ценой 1 242 долл./унция (при рыночной цене ниже указанных уровней компания получает дополнительную прибыль). Убыток компания понесет по траншам 1-2, если цена на золото превысит 1 603 долл./унция, по траншам 3-4 - если превысит 1 437 долл./унция. Сейчас спотовая цена составляет 1 348 долл./унция, а в среднем с 1 июля по 10 августа - 1 342 долл./унция.

Напомним, что после выкупа акций у основного акционера доля квазиказначейских акций Polys достигла 31,91% (282,5 млрд руб. при текущей капитализации), возможные варианты использования которых компания пока не раскрывает. На наш взгляд, эти акции помимо увеличения free-float на Московской бирже и выпуска депозитарных расписок в Лондоне могут быть также использованы для сделок M&A, выплаты дивидендов и пр., и вряд ли - для погашения долга.

**PGILLN 20 выглядят
дорого**

В настоящий момент бонды PGILLN 20 выглядят дорого, котируясь с YTM 4,19%, предлагая премию лишь 17 б.п. к ALSRU 20. Лучшей альтернативой мы считаем покупку VIP 20 (@6,25%) и VIP 23 (@7,25%), предлагающие доходности 4,86% и 6,02%, соответственно.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Газпром: низкие цены обеспечивают рост поставок в Европу

**Рентабельность по
EBITDA упала до 25%**

Вчера Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовую отчетность по итогам 1 кв. 2016 г. по МСФО, которую мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA ожидаемо снизилась г./г. до 25,3% как из-за падения цен на газ, так и разовых негативных факторов, связанных с переоценкой запасов. Однако, несмотря на снижение рентабельности, Газпром смог сгенерировать значительный свободный денежный поток. В результате увеличения денежных средств на балансе долговая нагрузка сократилась с 1,2х до 1,1х Чистый долг/EBITDA LTM. Мы считаем, что стоит ожидать увеличения капитальных вложений и роста долговой нагрузки, так как компании предстоит реализация крупного проекта "Сила Сибири" по экспорту газа в Китай. Более того, Газпром рассматривается ряд других проектов, которые также потребуют больших затрат.

На телефонной конференции менеджмент подтвердил прогноз по показателю EBITDA на 2016 г. в размере 25 млрд долл., а также прогноз по объему экспорта в дальнее зарубежье на уровне 165 млрд куб. м. Менеджмент отметил, что итоговый результат во многом будет зависеть от погодных условий в зимний период. Мы полагаем, что у Газпрома есть высокие шансы выполнить план по объему экспорта, но средняя цена реализации может быть несколько ниже заложенной в бюджете компании (190 долл. за тыс. куб. м).

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2016	1 кв. 2015	изм.	1 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.
Выручка	1 755 872	1 630 240	+8%	1 755 872	1 862 485	-6%
EBITDA	443 921	582 926	-24%	443 921	320 707	+38%
Рентабельность по EBITDA	25,3%	35,8%	-10,5 п.п.	25,3%	17,2%	+8,1 п.п.
Чистая прибыль	373 341	389 618	-4%	373 341	1 14 928	+3,2х
Чистая рентабельность	21,3%	23,9%	-2,6 п.п.	21,3%	6,2%	+15,1 п.п.
Операционный поток	674 327	696 196	-3%	674 327	635 596	+6%
Капитальные вложения	-436 932	-444 280	-2%	-436 932	-475 473	-8%
Свободный поток	237 395	251 916	-6%	237 395	160 123	+48%

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 347 583	3 442 215	-3%
Краткосрочный долг	659 721	646 372	+2%
Долгосрочный долг	2 687 862	2 795 843	-4%
Чистый долг	1 783 018	2 083 120	-14%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,11x	1,19x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Экспорт в Европу растет на фоне низких цен

В 1 кв. Газпром реализовал 144 млрд куб. м газа, что на 9% выше уровня аналогичного периода 2015 г. Продажи газа в Европу (включая Турцию) выросли на 49% г./г. до 58 млрд куб. м. Высокие показатели роста достигнуты за счет эффекта низкой базы и увеличения продаж благодаря низким ценам. Так, средняя цена на газ для Европы упала на 34% г./г. до 188 долл./тыс. куб. м. Объем поставок в СНГ продолжает сокращаться (-16% г./г. до 11 млрд куб. м) из-за падения спроса со стороны Украины. Цена для этих стран снизилась на 26% г./г. до 157 долл./тыс. куб. м. Падение цен частично смягчила девальвация рубля. В итоге выручка компании выросла на 8% в рублевом выражении.

Рост расходов опережает темпы выручки

Рентабельность по EBITDA упала с 35,8% в 1 кв. 2015 г. до 25,3% в 1 кв. 2016 г. в основном из-за снижения цен на газ для европейских потребителей. Негативным фактором стал рост операционных расходов (до эффекта изменений в балансе готовой продукции, амортизации и резервов) на 18,5% г./г. до 1,2 трлн руб. Существенное увеличение связано в первую очередь с повышением расходов на закупку углеводородов на 67% г./г. до 346 млрд руб. Мы ожидаем, что эта статья расходов значительно снизит темпы роста по итогам года, что поможет частично восстановить рентабельность в последующие периоды.

Капвложения могут превысить план

Капитальные вложения сократились на 2% г./г. до 437 млрд руб. при операционном денежном потоке в 674 млрд руб. (-3% г./г.). Свободный денежный поток составил внушительные 237 млрд руб. Менеджмент компании ожидает небольшого сокращения капитальных вложений с 1 693 млрд руб. в 2015 г. до 1 551 млрд руб. в 2016 г. Однако мы не исключаем, что этот уровень будет превышен из-за необходимости финансирования крупных экспортных проектов. В ближайшие годы мы ожидаем увеличения инвестиций и роста дивидендных отчислений, что в итоге приведет к повышению долговой нагрузки в 2016-2018 гг.

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



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= больший избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

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

Банковский сектор

BAII-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью поглощается

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

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

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+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 Колупаева		(+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 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
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.