



14 августа 2015 г.

## Мировые рынки

### Спокойствие перед выходными

В пятницу официальный курс юаня был выставлен на уровне 6,3975 за доллар против 6,401 днем ранее, что, по-видимому, действительно означает конец текущего раунда девальвации, в ходе которого юань обесценился почти на 5%. На мировых рынках наступило затишье: американские и большинство азиатских индексов акций показывали примерно нулевую динамику, а китайские и европейские индексы росли в пределах 1%. Нефть марки Brent вновь упала ниже отметки 50 долл./барр., а североамериканская нефть WTI торгуется на минимальных уровнях с начала года. Энергетическое агентство США (EIA) понизило прогноз эталонных марок на 2015 и 2016 гг. примерно на 7 долл./барр. на признаках избытка предложения. Доходность российских еврообондов Russia 42 выросла на 10 б.п. до 6,4%. Сегодня публикуется статистика по росту ВВП и инфляции в Еврозоне (консенсус: 1,3% г./г. и 0,2% г./г., соответственно) и по промышленному производству и индексу цен производителей в США (консенсус: 0,3% м./м. и 0,1% м./м., соответственно).

## Экономика

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью. См. стр. 2

## Рынок корпоративных облигаций

### X5: хорошие результаты в непростых условиях

Вчера ритейлер X5 Retail Group (BB-/Ba3/BВ) опубликовал финансовые результаты за 2 кв. 2015 г., а также провел телефонную конференцию с аналитиками. Валовая маржа компании во 2 кв. снизилась на 0,4 п.п. г./г. до 24,1%, что связано с ростом уровня потерь (inventory shrinkage) из-за расширения ассортимента продукции категории "fresh", а также наращивания запасов по мере ускорения темпов открытия новых магазинов, а также программы реновации старых магазинов. Тем не менее, по итогам 2 кв. и 1П рентабельность по EBITDA X5 составила 7,2%, что соответствует прогнозу компании показать по итогам года уровень маржи, близкий к результатам 2014 г. (~7,2%). Однако, ссылаясь на сохраняющуюся высокую неопределенность в отношении стабильности макроэкономической ситуации на рынке, компания не представила обновленные финансовые прогнозы на этот год, которые теперь будут озвучены не ранее 22 октября (дата проведения ежегодного Дня инвестора). На конец июня Чистый Долг/EBITDA ритейлера составил 2,4x (по сравнению с 2,35x на конец марта). Мы отмечаем, что имеющиеся у компании невыбранные кредитные линии (114,9 млрд руб.) и накопленные денежные средства (4,5 млрд руб.) полностью покрывают краткосрочный долг (30,8 млрд руб.). При этом 100% долгового портфеля остается номинированным в рублях, средневзвешенная эффективная стоимость долга для компании составила 13,3%. Операционный денежный поток по-прежнему находится под давлением изменений в оборотном капитале - сокращения дней отсрочки платежей поставщикам, что, однако, позволяет X5 улучшать закупочные условия у поставщиков.

### Газпром нефть: рефинансирование в приоритете. См. стр. 2

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала достаточно сильные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Так, рентабельность по EBITDA составила 19,9% (+0,3 п.п. кв./кв., или +0,6 п.п. г./г.). К тому же, за счет существенного роста операционного денежного потока (+60% кв./кв.) компании удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток при росте капитальных вложений (+11% кв./кв.). Чистый долг Газпром нефти снизился на 2% кв./кв. в большей степени из-за переоценки общего долга, который упал на 5% кв./кв. В результате сокращения долга и роста EBITDA долговая нагрузка практически осталась на том же уровне 1,47x против 1,51x Чистый долг/EBITDA кварталом ранее. На наш взгляд, компания сохраняет высокий запас прочности. Если Газпром нефть рефинансирует свою краткосрочную задолженность (по словам менеджмента, программа рефинансирования уже закрыта на 2015 г., переговоры ведутся по выплатам 2016 г.), то свободного денежного потока и накопленных денежных средств компании, по нашим оценкам, будет достаточно для дивидендных выплат и финансирования высокой инвестиционной программы.

## Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Согласно последним данным, дефицит консолидированного бюджета в июне вырос на 85 млрд руб. и по итогам первого полугодия 2015 г. (более свежие данные отсутствуют) составил 882,84 млрд руб. В связи со значительным ускорением расходования федеральных бюджетных средств в 2015 г. по сравнению с предыдущими периодами (улучшение контроля над исполнением расходов и реализация проектов господдержки экономики) и их более равномерным распределением по году, федеральный бюджет с самого начала года исполняется с дефицитом, тогда как ранее в первой половине года преимущественно наблюдался профицит.

Федеральный дефицит формирует теперь подавляющую часть дефицита консолидированного бюджета, то есть масштабных поступлений рублевых средств в банковскую систему с начала 2015 г. Согласно опубликованным вчера данным, дефицит федерального бюджета в июле вырос на 324,1 млрд руб. и составил по итогам 7 мес. 2015 г. 1,12 трлн руб. (-2,8% ВВП), что предполагает значительный приток рублевых средств в этот период и согласуется с нашими наблюдениями о формировании некоторого временного избытка рублевой ликвидности в банковской системе к началу августа 2015 г. Рост дефицита в основном обусловлен опережающей по отношению к плану динамикой расходов бюджета. В июле рост расходов ускорился до 34,4% г./г., и в целом по итогам 7 мес. 2015 г. израсходовано уже 58,6% годового плана в сравнении с аналогичным показателем за 7 мес. 2014 г. в 54,3%. Между тем, динамика федеральных доходов остается слабой, несмотря на продолжающееся улучшение показателей нефтегазовых поступлений (+23% г./г. в июле), которые перекрывают снижение доходов от энергоносителей (-13,3% г./г. в июле). Несмотря на то, что мы ожидаем сохранения дефицита консолидированного бюджета в ближайшие месяцы, нужно учитывать, что после резкого ускорения госрасходов, их поступления в систему могут несколько ослабнуть. Хотя это не должно оказать какого-либо сильного негативного эффекта на ставки денежного рынка, при прочих равных, это может ограничить повторение случаев крайне низких коротких ставок МБК (ниже ключевой ставки ЦБ) в ближайшем будущем.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Газпром нефть: рефинансирование в приоритете

### Свободный денежный поток вышел в плюс

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала достаточно сильные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. по МСФО. Так, рентабельность по EBITDA составила 19,9% (+0,3 п.п. кв./кв., или +0,6 п.п. г./г.). К тому же, за счет существенного роста операционного денежного потока (+60% кв./кв.) компании удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток при росте капитальных вложений (+11% кв./кв.). Чистый долг Газпром нефти снизился на 2% кв./кв. в большей степени из-за переоценки общего долга, который упал на 5% кв./кв. В результате сокращения долга и роста EBITDA долговая нагрузка практически осталась на том же уровне 1,47х против 1,51х Чистый долг/EBITDA кварталом ранее. На наш взгляд, компания сохраняет высокий запас прочности: денежные средства (с учетом краткосрочных депозитов) составляют почти 120 млрд руб., что на 26% выше краткосрочного долга (95,6 млрд руб.). Кроме того, компания продемонстрировала двукратный рост кв./кв. чистой прибыли благодаря переоценке валютного долга и списания обязательств Томскнефти пропорционально доли владения в объеме 16 млрд руб. в результате урегулирования конфликта между Роснефтью и бывшими акционерами ЮКОСа.

На телеконференции менеджмент компании повысил план по росту добычи с 10% до 15% г./г. План по капитальным вложениям на 2015 г. тоже был пересмотрен в сторону повышения с 346 млрд руб. до 380 млрд руб. В 2016 г. инвестиции должны остаться на уровне 2015 г. Компания намерена выплатить промежуточные дивиденды в размере 28,1 млрд руб.

## Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	423 225	380 035	+11%	803 260	814 508	-1%
ЕБИТДА	84 168	74 336	+13%	158 504	158 379	0%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,9%	19,6%	+0,3 п.п.	19,7%	19,4%	+0,3 п.п.
Чистая прибыль	75 539	37 665	+2,0x	113 204	90 500	+25%
Чистая рентабельность	17,8%	9,9%	+7,9 п.п.	14,1%	11,1%	+3,0 п.п.
Операционный денежный поток	88 561	55 437	+60%	143 998	145 559	-1%
Капвложения	-77 959	-70 125	+11%	-148 084	-107 585	+38%
Свободный денежный поток	10 602	-14 688	-	-4 086	37 974	-
в млн руб., если не указано иное				30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				569 475	600 513	-5%
Краткосрочный долг				95 695	119 461	-20%
Долгосрочный долг				473 780	481 052	-2%
Чистый долг				450 347	461 806	-2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				1,47x	1,51x	-

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Сильные производственные показатели**

Во 2 кв. суточная добыча углеводородов выросла на 7,3% кв./кв. до 1,61 млн барр. н.э. в основном благодаря росту показателей на совместных предприятиях с НОВАТЭКом – СеверЭнергии и Нортгазе. Так, суммарная добыча нефти увеличилась на 3,8% кв./кв. до 103,25 млн барр., газа – на 22,4% до 7,42 млрд куб. м. В сегменте переработки результаты также лучше 1 кв., что связано с ростом эффективности переработки на Московском и Омском НПЗ. Так, ее объемы выросли на 5,2% кв./кв. до почти 11 млн тонн. Компания по-прежнему продолжает программу модернизации заводов, направленную на увеличение доли светлых нефтепродуктов.

**Рост ЕБИТДА благодаря ценам на нефть и увеличению рентабельности экспорта**

Валовая выручка во 2 кв. увеличилась на 11% кв./кв. до 423 млрд руб. в результате роста объемов продаж и цен на нефть, при этом год к году выручка почти не изменилась (-1%). Показатель ЕБИТДА повысился на 13% кв./кв. в том числе благодаря росту цен на нефть и увеличению рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов.

**Рефинансирование краткосрочного долга в приоритете**

Капитальные вложения выросли на 11% кв./кв. до 78 млрд руб.. Тем не менее, благодаря сильным операционным результатам свободный денежный поток ушел в положительную зону и составил 10,6 млрд руб. По прогнозам менеджмента, капитальные затраты в 2015 г. могут составить 380 млрд руб. Если Газпром нефть рефинансирует свою краткосрочную задолженность (по словам менеджмента, программа рефинансирования уже закрыта на 2015 г., переговоры ведутся по выплатам 2016 г.), то свободного денежного потока и накопленных денежных средств компании, по нашим оценкам, будет достаточно для дивидендных выплат и финансирования высокой инвестиционной программы.

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



## 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.