



## Мировые рынки

### Греция: события разворачиваются по экстремному сценарию

Переговоры Греции с "тройкой" кредиторов, прошедшие в выходные, не принесли никаких положительных результатов: кредиторы не отступили от своих требований о повышении НДС и снижении пенсий в стране, на которые А. Ципрас ответил проведением референдума (запланирован на 5 июля), призвав граждан голосовать против этих "унизительных" требований. По-видимому, Греция надеется таким образом укрепить свои переговорные позиции с кредиторами (и частично снять с себя ответственность). Уже неизбежным является дефолт Греции по своему долгу перед МВФ (1,5 млрд евро), выплата которого истекает 30 июня. Следующий крупный платеж наступает 10 июля, когда необходимо погасить евробонды номиналом 2 млрд евро. Напомним, что общая стоимость греческого вопроса для кредиторов составляет 328 млрд евро, именно таков долг Греции, из которого 218 млрд евро приходится на кредиты и 82 млрд евро на бонды (из которых 21,7 млрд евро гасится в 2015 г.). Если на референдуме греки проголосуют против принятия требований кредиторов, то вероятным сценарием представляется дефолт Греции по своему долгу, неспособность банков исполнять свои обязательства (уже сейчас они поддерживаются исключительно за счет программы EIA ЕЦБ) и, как следствие, возможен выход страны из зоны евро, в этом случае кредиторы могут потерять большую часть своих вложений. С другой стороны, даже если Греция согласится на требования кредиторов, то это не означает повышения платежеспособности страны: как показывает история, выполнение требований кредиторов (бюджетной экономии) в обмен на помощь приводит лишь к повышению долга (с 1,57х в 2014 г. до 1,77х ВВП в настоящий момент) из-за сильного спада экономики. В этой связи выход Греции из зоны евро не представляется невероятным. Для того, чтобы ограничить бегство капитала, в Греции, по крайней мере, до 6 июля (когда станут известны итоги референдума и реакция на них кредиторов) введены ограничения на движение капитала: снятие наличности не более 60 евро в сутки, все внешние платежи запрещены. Как мы и предполагали, такой сценарий развития событий не был учтен в ценах. Так, 10-летние бонды Греции обесценились на 12 п.п. до 38-43% от номинала, предполагая высокую вероятность дефолта, как следствие - спрос на безрисковые активы возрос, о чем свидетельствует снижение доходностей BUNDS (на 18 б.п. до 0,74% по 10-летним бумагам). В конце прошлой недели российские евробонды продемонстрировали умеренную коррекцию (длинные Russia 42, 43 потеряли 40-50 б.п.), которая, скорее всего, продолжится и сегодня, учитывая снижение цен на нефть (ниже 63 долл./барр. Brent).

## Экономика

### Предварительные оценки Минэкономразвития подтверждают ускорение падения ВВП в мае

Согласно расчетам МЭР, ВВП в мае упал на 4,9% г./г. после сокращения на 4,2% г./г. в апреле и на 2,2% в целом за 1 кв. 2015 г. Эти оценки лишь подтверждают итоги более ранней статистики Росстата, согласно которой в мае внезапно резко снизились инвестиции в основной капитал, а промышленность продемонстрировала такое падение, которое последний раз наблюдалось только в октябре 2009 г. Одновременно остается вялой потребительская активность. Это дало основания говорить о том, что фаза "дна" экономического роста не ограничится 2 кв. и, скорее всего, перейдет на 3 кв. 2015 г. Новая оценка МЭР согласуется с нашими прежними выводами - ожиданием падения ВВП во 2 кв. не менее, чем на 4% и риском сокращения ВВП в 3 кв. на 5%. Мы сохраняем наш прогноз падения ВВП в целом за 2015 г. на 4%.

## Рынок корпоративных облигаций

### Роснефть: авансы - залог стабильности. См. стр. 2

В пятницу Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем как нейтральные с точки зрения кредитного профиля компании. Без китайских авансов платежи Роснефти на погашение внешнего долга и осуществление капитальных инвестиций могут привести к снижению предложения валюты от Роснефти, как крупнейшего экспортера, и обусловить ее дефицит на локальном рынке (если, конечно, ЦБ своевременно не расширит лимиты валютного рефинансирования). В то же время для самой Роснефти риски рефинансирования краткосрочной задолженности незначительны, учитывая накопленные денежные средства (534 млрд руб.), объем годового собственного денежного потока (>1 трлн руб.) и поддержку правительства. Наша рекомендация от 5 марта покупать евробонды TMENRU 17, 18 реализовалась: выпуски подорожали на 4-5 п.п. Мы сохраняем рекомендацию покупать бонды TMENRU 18 (YTM 5,75%) для инвесторов, не чувствительных к санкциям. Также нам нравится выпуск GAZPRU 19 (YTM 5,7%), который несколько выбивается из кривой эмитента.

## Роснефть: авансы - залог стабильности

### Роснефть рассчитывает на рефинансирование части краткосрочной задолженности

В пятницу Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем как нейтральные с точки зрения кредитного профиля компании.

Показатель EBITDA увеличился на 41% кв./кв., рентабельность по EBITDA восстановилась с 14,3% до 20,6%. Чистый долг незначительно увеличился (+2,5% кв./кв.) до 2,53 трлн руб. Долговая нагрузка выросла кв./кв. с 2,33x до 2,45x Чистый Долг/EBITDA. При этом у компании есть обязательства по долгосрочным контрактам в счет полученных авансов в размере 946 млрд руб.

В 1 кв. Роснефть сгенерировала операционный денежный поток (после инвестиций в оборотный капитал) в размере 238 млрд руб., при этом на капитальные вложения было направлено 133 млрд руб. Остаток средств был использован для погашения обязательств: долг компании сократился на 175 млрд руб. В 1 кв. 2015 г. компания погасила 807 млрд руб. (~15,5 млрд долл.) за счет 1) привлечения у локальных банков кредитов в объеме 559 млрд руб., из которых в валюте в рублевом эквиваленте 459 млрд руб. под залог собственных рублевых облигаций; 2) использования собственных денежных средств, включая депозиты (их объем сократился на 203 млрд руб. до 534 млрд руб.).

По нашим оценкам, Роснефть на конец 1 кв. имела запас валютной ликвидности в размере 432 млрд руб. (~7,39 млрд долл.), что немногим меньше половины погашений во 2-4 кв., которые, по данным менеджмента, составляют 15,5 млрд долл. Но компании предстоит еще финансировать обширную инвестпрограмму, которую мы оцениваем в ~800-850 млрд руб. на весь 2015 г., и выплатить дивиденды - 87 млрд руб. На телеконференции менеджмент заявил, что компания ожидает предоплат по долгосрочным китайским контрактам на поставку нефти. Мы считаем, что размер авансов может быть аналогичен поступлениям в 2013-14 гг. - около 12-15 млрд долл. Без этих авансов платежи Роснефти на погашение внешнего долга и осуществление капитальных инвестиций могут привести к снижению предложения валюты от Роснефти, как крупнейшего экспортера, и обусловить ее дефицит на локальном рынке (если, конечно, ЦБ своевременно не расширит лимиты валютного рефинансирования). С точки зрения валютного рынка риск представляет ситуация, когда авансы придут после крупных валютных выплат по долгу.

В то же время для самой Роснефти риски рефинансирования краткосрочной задолженности незначительны, учитывая накопленные денежные средства (534 млрд руб.), объем годового собственного денежного потока (>1 трлн руб.) и поддержку правительства. Кроме того, Роснефть планирует рефинансировать значительную часть долга (возможно, запас валюты на платежи компании уже сформирован).

### Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	1 288	1 311	-2%	1 288	1 375	-6%
EBITDA	265	188	+41%	265	289	-8%
Рентабельность по EBITDA	20,6%	14,3%	+6,3 п.п.	20,6%	21,0%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	56	89	-37%	56	88	-36%
Чистая рентабельность	4,3%	6,8%	-2,5 п.п.	4,3%	6,4%	-2,1 п.п.
Операционный денежный поток	238	358	-34%	238	658	-64%
Капвложения	- 128	- 183	-30%	- 128	- 106	+21%
Свободный денежный поток	110	175	-37%	110	552	-80%
в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2015			31 дек. 2014		
Совокупный долг, в т.ч.	3 272			3 406		
Краткосрочный долг	1 119			1 216		
Долгосрочный долг	2 153			2 190		
Чистый долг	2 529			2 467		
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,45x			2,33x		

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Добыча нефти  
сокращается**

В 1 кв. 2015 г. суточная добыча углеводородов не изменилась и составила 5,2 млн барр. н.э./сутки: добыча нефти упала на 0,5 кв./кв., а добыча газа выросла 1,8% кв./кв. Производство нефтепродуктов в РФ сократилось на 5,4% кв./кв., что связано с налоговым маневром, который вступил в силу с 1 января 2015 г. Мы считаем, что в будущем газовые активы будут основным фактором роста добычи Роснефти. В текущей ситуации мы видим риски сокращения добычи нефти в 2015-17 гг. из-за падения добычи на старых месторождениях и замедления разработки новых проектов. Напомним, ранее Роснефть планировала за счет внедрения новых технологий сократить темпы падения до 2,9-3,2% в год.

**Рентабельность EBITDA  
восстановилась до  
20,6%**

В 1 кв. Роснефть существенно увеличила показатель EBITDA и восстановила по нему рентабельность до 20,6%, что было достигнуто в основном благодаря улучшению рыночной конъюнктуры - рентабельности экспорта. Стоит отметить и сокращение расходов после их резкого роста в 4 кв. Так, расходы на закупку углеводородов снизились на 7% кв./кв. до 123 млрд руб., операционные затраты - на 4% кв./кв. до 126 млрд руб., административные - на 10% кв./кв. до 27 млрд руб.

**Капитальные вложения  
могут вновь отстать от  
плана**

Операционный денежный поток в 1 кв. 2015 г. сократился на 34% до 238 млрд руб., при этом капвложения снизились на 30% кв./кв. до 128 млрд руб. В итоге свободный денежный поток сократился на 37% кв./кв. до 110 млрд руб. Напомним, в 2015 г. менеджмент планирует сократить капзатраты на 30% в долларовом выражении (по нашим оценкам, до ~800-850 млрд руб.).

Наша рекомендация от 5 марта покупать евробонды TMENRU 17, 18 реализовалась: выпуски подорожали на 4-5 п.п. Мы сохраняем рекомендацию покупать бонды TMENRU 18 (YTM 5,75%) для инвесторов, не чувствительных к санкциям. Также нам нравится выпуск GAZPRU 19 (YTM 5,7%), который несколько выбивается из кривой эмитента.

**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

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.