



30 октября 2015 г.

### Мировые рынки

#### Слабая макростатистика по США, но пока нейтральная в отношении ключевой ставки

Вчера была опубликована очередная слабая порция макроданных по США: согласно предварительной оценке, рост ВВП в 3 кв. составил всего 1,5% (ожидалось +1,7%) в годовом выражении, при этом основную поддержку экономике оказывает внутренний спрос (прежде всего, сектор услуг, устойчивый к негативным внешним факторам). Разочаровывающими оказались данные по сектору жилой недвижимости: объем сделок, находящихся в завершении, в сентябре упал на 2,3% м./м. (ожидался рост на 1%). Эти данные не говорят о каких-либо улучшениях в американской экономике. Однако, судя по пресс-релизу с завершившегося позавчера заседания FOMC, для повышения ставки в декабре достаточно отсутствие значительных негативных явлений, которые пока не наблюдаются. Доходность 10-летних UST прибавила еще 7 б.п. до YTM 2,17%. В евробондах РФ наблюдалась консолидация.

### Рынок корпоративных облигаций

#### ТМК и Евраз выкупают евробонды

Вчера ТМК (B+/B1/-) объявила о проведении тендера (заявки будут приниматься до 9 ноября, решение будет объявлено 10 ноября) на выкуп евробондов TRUBRU 18 на сумму 200 млн долл. (из находящихся в обращении 500 млн долл.). На этой новости бумаги вчера подорожали со 101,2% до 102,5% от номинала, что является минимальной ценой выкупа. Отметим, что с начала октября выпуск подорожал на 2 п.п. и по динамике выглядел лучше рынка. В настоящий момент спред TRUBRU 18 - EVRAZ 18 сузился почти до нуля, что свидетельствует о перекупленности бумаг ТМК. Мы рекомендуем воспользоваться предложением эмитента и реализовать бумаги. В качестве лучшей альтернативы являются бумаги EVRAZ 18, AFKSRU 19, TRUBRU 20 (торгуется с премией 55 б.п. к Евразу).

Также появилась информация о намерении Евраза (BB-/Ba3/BB-) выкупить бонды RASPAD 17 в полном объеме (400 млн долл.) по номиналу, при этом с держателями бумаг в сумме 154 млн долл. уже удалось договориться. В настоящий момент выпуск котируется на уровне 101,2% от номинала, при этом в начале года он стоил 65% от номинала. Отметим, что в 1П 2015 г. произошло улучшение кредитного качества Распадской (-/B2/B+), которое обусловлено девальвацией рубля, а также увеличением торговых операций с Евразом и, соответственно, более благоприятных условий расчетов, что мы расценивали как признак поддержки акционера. Таким образом, наша рекомендация от 7 сентября покупать бонды RASPAD 17 с YTM 8% реализовалась: доходность снизилась до YTM 6,8%, а премия к Евразу со 100 б.п. до 52 б.п. Мы рекомендуем предъявить бумаги к выкупу, поскольку автономное кредитное качество Распадской является слабым (за счет собственного операционного денежного потока, который в 1П 2015 г. составил всего 37 млн долл., компания не сможет самостоятельно погасить свои бонды), а кросс-дефолт по долгу Евраза в случае дефолта Распадской не предусмотрен.

Желание эмитентов провести досрочное погашение своих относительно коротких валютных обязательств обусловлено, в частности, тем обстоятельством, что на локальном рынке стоимость валютной ликвидности, привлекаемая по валютному свопу, сейчас заметно ниже уровней доходности евробондов. Ситуация, скорее всего, изменится в конце года из-за выплат по внешнему долгу компаний и банков, а также из-за погашения дешевого годового валютного РЕПО перед ЦБ.

#### МегаФон: M&A и дивиденды приведут к росту долговой нагрузки. См. стр. 2

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BB+) опубликовал неплохие результаты за 3 кв. 2015 г., продемонстрировав небольшой рост выручки (0,3% г./г.) и высокий уровень рентабельности, что позволило улучшить прогноз на 2015 г., однако сделки M&A, а также рекордно высокие дивиденды, выплаты которых намечены на начало следующего года, неизбежно приведут к росту долговой нагрузки - до уровня 1,1-1,2x Чистый долг/OIBDA к концу года и потенциально до 1,5x в следующем году.

#### О'Кей продолжает терять рентабельность и покупателей, однако открывает больше магазинов. См. стр. 3

Вчера ритейлер О'Кей (Fitch: B+) опубликовал операционные и финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2015 г. Результаты оказались неоднозначными. С одной стороны, динамика продаж демонстрирует улучшения, вызванные пересмотром ассортиментной и ценовой политики ритейлера. С другой стороны, О'Кей показал падение рентабельности по EBITDA до 5,7% в 3 кв. (-1,7 п.п. г./г.), несмотря на то, что валовая маржа составила 23,9% (+0,4 п.п. г./г.). Компания не раскрыла других финансовых показателей, в частности, чистую прибыль и уровень долговой нагрузки. Напомним, что на конец июня 2015 г. Чистый долг/EBITDA ритейлера составлял 3x.

## МегаФон: M&A и дивиденды приведут к росту долговой нагрузки

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BB+) опубликовал неплохие результаты за 3 кв. 2015 г., продемонстрировав небольшой рост выручки (0,3% г./г.) и высокий уровень рентабельности, что позволило улучшить прогноз на 2015 г., однако сделки M&A, а также рекордно высокие дивиденды, выплаты которых намечены на начало следующего года, неизбежно приведут к росту долговой нагрузки - до уровня 1,1-1,2x Чистый долг/OIBDA к концу года и потенциально до 1,5x в следующем году.

### Ключевые финансовые показатели Мегафона

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	3 кв. 2014	изм.
Выручка	81 279	81 066	0%
OIBDA	36 145	37 263	-3%
Рентабельность по OIBDA	44,5%	46,0%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	13 306	12 792	+4%
Операционный поток	29 422	35 980	-18%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-11 457	-21 661	-47%
Капвложения	-23 818	-13 472	+77%
Финансовый поток	-17 303	-39 762	-56%

  

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	198 613	191 435	0%
Краткосрочный долг	50 048	49 037	+2%
Долгосрочный долг	148 565	142 398	+4%
Чистый долг*	127 831	129 470	-1%
Чистый долг/OIBDA LTM**	0,9x	0,9x	-

\*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

\*\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Сильная динамика в сегменте мобильной передачи данных замедлила снижение выручки и поддержала рентабельность**

Повышение выручки в 3 кв. 2015 г. обусловлено ускорением выручки от мобильного интернета (+24% г./г. против +15,5% г./г. в 1П 2015 г.) и ростом в сегменте фиксированной телефонии (+9,3% г./г.) за счет корпоративных и государственных контрактов, а также зарубежного бизнеса (+23,6% г./г.). Кроме того, отметим значительный прирост абонентской базы, который составил 2,5 млн чел. и объясняется активным привлечением абонентов в ходе маркетинговой кампании и возобновлением контракта со Связным.

Рентабельность по OIBDA снизилась на 1,5 п.п. г./г., в первую очередь, из-за роста затрат на маркетинг и привлечение абонентов в связи с репозиционированием бренда, а также затрат на аренду и коммунальные услуги, однако осталась на высоком уровне - 44,5%.

Чистая прибыль выросла на 4% г./г. в основном благодаря доходу от дочерних компаний и финансовых инструментов, которые сгладили негативный эффект от снижения курса рубля.

Капвложения выросли на 82% г./г. до 25,9 млрд руб., однако 5,7 млрд руб. из этой суммы приходится на приобретение активов SMARTS, которые были отражены в отчетности в виде приобретения нематериальных активов. В результате увеличения капитальных затрат и снижения операционного денежного потока из-за роста чистого оборотного капитала и налоговых выплат, свободный денежный поток снизился на 65% г./г. до 8,9 млрд руб.

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM OIBDA осталась на уровне прошлого квартала - 0,9x. Вместе с объявлением результатов МегаФон также объявил о рекомендации Совета директоров выплатить дивиденды в размере 40 млрд руб., что на 10 млрд руб. превышает прогноз по дивидендам, который менеджмент давал в начале года.

**Второе полугодие обещает быть тяжелым**

Хорошие результаты позволили компании повысить прогноз по рентабельности OIBDA на 2015 г. с "выше 40%" до "выше 41,5%", что по-прежнему выглядит консервативно, поскольку подразумевает снижение рентабельности в 4 кв. 2015 г. до уровня 33,3%. В ходе конференц-звонка CFO МегаФона Геворк Вермишян признал, что прогноз является консервативным, и

ожидания снижения рентабельности связаны с сезонным ростом доли низкомаржинального сегмента сотовой розницы, отражением в отчетности государственных контрактов, высоким уровнем запланированных маркетинговых расходов и выплатами комиссий дилерам. Менеджмент компании также рассказал о намерении выделить сотовые вышки в отдельную компанию с целью возможной продажи в будущем. Компании принадлежит порядка 14 тыс. вышек, и, основываясь на мировом опыте, стоимость этих объектов может составить несколько млрд долл. США, однако перед тем, как говорить о возможной продаже, МегаФону предстоит выделить вышки в отдельную дочернюю компанию, что, по словам менеджмента, может занять не менее 9 месяцев.

**Ожидаем Чистый долг/OIBDA на уровне 1,2-1,3x к концу года**

С учетом прогноза OIBDA и капвложений (не более 65 млрд руб. в 2015 г. без учета поглощений), а также уже произведенных или намеченных на 4 кв. 2015 г. платежей за приобретение 49,9% в офисном центре "Оружейный", последнего транша за покупку Скартела и оплаты частот, полученных в ходе октябрьского аукциона, свободный денежный поток в 4 кв. 2015 г. может составить ~27 млрд руб., по самой консервативной оценке. В таком случае значение Чистый долг/OIBDA на конец года составит ~1,1-1,2x, а если скорректировать размер чистого долга на дивиденды, которые будут выплачены в начале 2016 г., а также на оставшиеся части выплат по сделкам M&A, закрытых в 3-4 кв. 2015 г., коэффициент Чистый долг/OIBDA составил бы 1,5x. Тем не менее, мы отмечаем, что запаса денежных средств в сумме 70,8 млрд руб. хватает как на финансирование дефицита свободного денежного потока в 4 кв. 2015 г., так и на дивиденды. Отметим также, что МегаФон уже рефинансировал часть задолженности, разместив облигации на сумму 15 млрд руб. в октябре.

Рублевые облигации Мегафон-6,7 котируются на уровне YTP 11,2-11,5% к оферте в марте 2018 г., что соответствует, по нашему мнению, справедливой премии 120-150 б.п. к кривой ОФЗ. Эти выпуски являются лучшей альтернативой ОФЗ, в цены которых уже заложен будущий цикл снижения ключевой ставки.

**Сергей Либин**  
sergey.libin@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9838

**Денис Порывай**  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843

## О'Кей продолжает терять рентабельность и покупателей, однако открывает больше магазинов

Вчера ритейлер О'Кей (Fitch: B+) опубликовал операционные и финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2015 г. Результаты оказались неоднозначными.

С одной стороны, динамика продаж демонстрирует улучшения, вызванные пересмотром ассортиментной и ценовой политики ритейлера. Так, в 3 кв. О`Кей смог стабилизировать динамику покупательского трафика, который снизился всего на 0,4% г./г., в то время как за 6М 2015 г. этот показатель составил -3,6% г./г. В результате чистая розничная выручка ритейлера в 3 кв. 2015 г. выросла на 7,9% г./г., что дало прирост на 5,6% г./г. за 9М 2015 г. За 9М 2015 г. компания открыла 6 новых гипермаркетов, 7 супермаркетов (с учетом закрытий), а также запустила 15 новых пилотных магазинов в рамках развития нового формата дискаунтеров "Да!".

С другой стороны, О`Кей показал падение рентабельности по EBITDA до 5,7% в 3 кв. (-1,7 п.п. г./г.), несмотря на то, что валовая маржа составила 23,9% (+0,4 п.п. г./г.). Рентабельность по EBITDA, очищенная от операционных издержек, связанных с запуском нового формата дискаунтеров, составила 6,8% (-1 п.п. г./г.), что объясняется ускорением темпов открытий гипермаркетов и супермаркетов. Таким образом, за 9М 2015 г. рентабельность по EBITDA составила 6% (-0,9 п.п. г./г.).

30 октября 2015 г.

Компания не раскрыла других финансовых показателей, в частности, чистую прибыль и уровень долговой нагрузки. Напомним, что на конец июня 2015 г. Чистый долг/ЕБИТДА ритейлера составлял 3х.

В целом, мы характеризуем результаты компании как слабые. О'Кей не проводил телеконференцию по итогам раскрытия результатов, таким образом, рынок по-прежнему не имеет четкого представления о дальнейших планах и стратегии развития компании, что на фоне недавних массовых кадровых перестановок в топ-менеджменте поддерживает неопределенность в отношении перспектив развития в условиях усиливающейся конкуренции на рынке и слабого потребительского спроса. Кроме того, в текущих условиях также неоднозначно выглядит намерение компании продолжать выплачивать дивиденды.

Выпуски О'Кей БО-4, 5 с УТР 13-13,5% к оферте в апреле и октябре 2016 г. в настоящий момент представляют интерес для покупки (доходность выглядит высокой в сравнении с 1-летними ставками IRS, которые находятся на уровне 11,5%).

**Наталья Колупаева**

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 9852

**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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

### Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

### Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

### Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

### Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

### Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

### Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



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

### 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.