



15 марта 2016 г.

## Мировые рынки

### Ралли сошло на нет: внимание на начинающееся заседание FOMC

Индексы акций вчера продемонстрировали разнонаправленную динамику (американские акции в плюсе, европейские - в минусе): по-видимому, для продолжения игры на повышение инвесторам нужно смягчение риторики FOMC в отношении курса монетарной политики, который заметно расходится с ожиданиями рынка. Однако FOMC по итогам начинающегося сегодня 2-дневного заседания может занять нейтральную позицию, с одной стороны, оставив ставку без изменения, а с другой, отметив необходимость нормализации денежно-кредитной политики, несмотря на действия центральных банков других развитых стран (прежде всего, ЕЦБ). В этом случае может произойти фиксация прибыли и некоторая коррекция. Не способствует позитивным настроениям намерение ЦБ Китая ввести аналог налога Тобина (налог на валютные операции) для снижения валютных спекуляций. Перенос встречи стран-производителей нефти по вопросу фиксации ее добычи с марта на апрель, а также неготовность Ирана присоединиться к договоренности, вызвали снижение котировок нефти Brent до 39 долл./барр. Технические индикаторы указывают на завершение растущего тренда по нефти, за которым может последовать разворот.

## Валютный и денежный рынок

### К середине марта краткосрочные ставки могут опуститься до 10,5%, депозитные аукционы ЦБ - уже недалекая перспектива. IRS сохраняют лишь небольшой потенциал для снижения

С начала марта на фоне окончания налогового периода и возобновления притока рублевой ликвидности из бюджета ставки денежного рынка начали падать и снова опустились заметно ниже ключевой ставки ЦБ (11%), RUONIA снизилась до 10,8%. Всего с 1 по 11 марта чистые вливания ликвидности из бюджета составили около 600 млрд руб. Банки использовали эти средства, прежде всего, для погашения относительно более дорогих кредитов 312-П от ЦБ на 400 млрд руб. (до 1 трлн руб.). Задолженность по РЕПО с ЦБ снизилась на 250 млрд руб. до 540 млрд руб. Мы отмечаем, что, несмотря на благоприятные условия на денежном рынке, ряд банков продолжает испытывать проблемы с краткосрочной ликвидностью, предъявляя повышенный спрос на аукционах РЕПО ЦБ (ставка на последнем аукционе - 11,8%), фиксированное РЕПО ЦБ (12%), депозиты Казначейства (11,4% на 2 недели). Мы ожидаем, что на текущей и следующей неделях приток ликвидности из бюджета приведет к снижению РЕПО с ЦБ до 200-400 млрд руб., обнулению задолженности помешает именно спрос ограниченного круга банков на средства ЦБ. В этих условиях краткосрочные ставки могут упасть до 10,5%, хотя при этом некоторым банкам с избытком ликвидности придется размещать все больший объем средств на депозитах ЦБ под 10%. В подобных условиях нам видится логичным шагом со стороны ЦБ отмена в ближайшие 2-3 месяца аукционов РЕПО и начало депозитных аукционов (с максимальной ставкой 11%). По нашим оценкам, основанным на исторической динамике, при снижении ставки о/п MosPrime до 10,2% годовых (что соответствует RUONIA на уровне 10%, депозитной ставки ЦБ) 5-летние IRS должны составить 10,15%, а 10-летние - 10,17% против текущих 10,3% и 10% соответственно. Таким образом, некоторый потенциал (10-20 б.п.) сохраняется лишь на участке кривой процентных свопов со сроком 1-5 лет.

## Рынок корпоративных облигаций

### Башнефть: низкая долговая нагрузка позволит привлечь новые займы. См. стр. 2

### Ростелеком: рост в пользу акционеров

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал результаты за 4 кв. 2015 г., которые превзошли ожидания рынка, а годовые результаты совпали с верхней границей собственного прогноза – выручка снизилась на 0,5% г./г., рентабельность по OIBDA составила 33,9%, отношение капвложений к выручке без учета проекта Устранения Цифрового Неравенства (УЦН) – 20%, а чистого долга к OIBDA – 1,7х. Прогноз на 2016 г. выглядит достаточно оптимистичным: Ростелеком ожидает роста выручки на 1-2% г./г., стабильного показателя OIBDA и снижения инвестиций без учета УЦН ниже 19% от выручки, что предполагает рост свободного денежного потока, при этом, руководство подчеркивает, что прогноз рентабельности и инвестиций достаточно консервативен в условиях нестабильной экономической ситуации. Однако, учитывая новую дивидендную политику, предполагающую выплату не менее 75% свободного денежного потока в виде дивидендов, значительного снижения долговой нагрузки ожидать все же не стоит. Рублевые облигации эмитента в целом неликвидны. Ростел-19 котируется с YTM 10,65-10,75% (=ОФЗ + 130 б.п.). Лучшей им альтернативой являются бумаги Магнит IPO1, которые предлагают YTM 11% @ май 2017 г.

## Башнефть: низкая долговая нагрузка позволит привлечь новые займы

**Свободный денежный поток составил лишь 3 млрд руб.**

Вчера Башнефть опубликовала финансовые результаты по итогам 4 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы нейтрально оцениваем с точки зрения кредитного профиля компании. С одной стороны, долговая нагрузка сократилась с 0,91х до 0,79х. Чистый долг/EBITDA, однако показатель EBITDA упал на 19% кв./кв. до 30,2 млрд руб. Свободный денежный поток сократился с 20 млрд руб. до 3,2 млрд руб. При этом совокупный долг снизился на 10% кв./кв., а средневзвешенная процентная ставка по долговому портфелю уменьшилась с 10,6% в 3 кв. до 10,4% в 4 кв.

На телеконференции менеджмент подтвердил планы по росту программы капвложений в 2016 г. до 99 млрд руб., для которой, мы ожидаем, будут привлекаться финансирование. Напомним, в январе 2016 г. Башнефть привлекла 500 млн долл. в виде предоплаты по договору поставки нефти и нефтепродуктов с Vitol при участии ряда банков. В целом компания имеет высокий запас прочности и способна самостоятельно покрыть капитальные вложения (99 млрд руб.) и дивидендные выплаты (20 млрд руб.) за счет операционного потока (92 млрд руб. в 2015 г.) и накопленных денежных средств (33 млрд руб. на конец 2015 г.). А с учетом указанной предоплаты Башнефть может легко обеспечить погашение краткосрочной задолженности (20,1 млрд руб. на конце 2015 г.).

### Ключевые финансовые показатели Башнефти

| в млн руб., если не указано иное | 4 кв. 2015 | 3 кв. 2015 | изм.      | 2015    | 2014    | изм.      |
|----------------------------------|------------|------------|-----------|---------|---------|-----------|
| Выручка                          | 147 970    | 167 629    | -12%      | 611 274 | 637 271 | -4%       |
| EBITDA                           | 30 228     | 37 467     | -19%      | 130 286 | 102 529 | +27%      |
| Рентабельность по EBITDA         | 20,4%      | 22,4%      | -2,0 п.п. | 21,3%   | 16,1%   | +5,2 п.п. |
| Чистая прибыль                   | 6 838      | 22 626     | -70%      | 59 564  | 43 021  | +38%      |
| Чистая рентабельность            | 4,6%       | 13,5%      | -8,9 п.п. | 9,7%    | 6,8%    | +2,9 п.п. |
| Операционный поток               | 22 065     | 35 328     | -38%      | 92 313  | 106 059 | -13%      |
| Капвложения                      | -18 833    | -15 299    | +23%      | -61 695 | -48 344 | +28%      |
| Свободный поток                  | 3 232      | 20 029     | -84%      | 30 618  | 57 715  | -47%      |

  

| в млн руб., если не указано иное | 31 декабря 2015 | 30 сентября 2015 | изм. |
|----------------------------------|-----------------|------------------|------|
| Совокупный долг, в т.ч.          | 136 007         | 151 086          | -10% |
| Краткосрочный долг               | 20 108          | 27 015           | -26% |
| Долгосрочный долг                | 115 899         | 124 071          | -7%  |
| Чистый долг                      | 103 052         | 106 745          | -3%  |
| Чистый долг/EBITDA LTM*          | 0,79х           | 0,91х            | -    |

\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

**Темпы роста добычи сократились до 2,2% кв./кв.**

После существенного роста добычи в 3 кв. (+6,3% кв./кв.) Башнефти удалось еще нарастить показатель на 2,2% кв./кв. до 416,2 тыс. барр./сутки. Прирост обеспечили месторождения Требса и Титова (+25% кв./кв.). Стоит отметить, что за 2015 г. компания увеличила на 2,5% г./г. добычу на зрелых месторождениях до 16,7 млн тонн. Объем переработки нефти в 4 кв. упал на 5,8% кв./кв., а в целом за год - на 11,7% г./г. В 2015 г. компания намеренно сокращала объем переработки из-за снижения ее рентабельности. В 2016 г. стоит ожидать увеличения объемов добычи нефти за счет прежних драйверов: месторождений им. Требса и Титова и Бурнефтегаза. Пиковый уровень добычи на месторождениях им. Требса и Титова ожидается к 2020 г. на уровне 4,8 млн тонн.

**Резкий рост операционных расходов повышает риск падения рентабельности**

Рентабельность по EBITDA сократилась с 22,4% в 3 кв. до 20,4% в 4 кв. из-за снижения рентабельности экспорта и роста расходов. Так, операционные расходы на добычу и переработку выросли на 12,5% кв./кв., административно-коммерческие расходы - на 60% кв./кв. до 11,6 млрд руб. Существенно повысились прочие операционные расходы - до 3 млрд руб. из-за созданных резервов по топливу, которое "застряло" в украинской трубе, так как

**Капвложения  
превысили  
первоначальный план**

Украина отказывается возобновлять прокачку через ее территорию.

В 4 кв. капвложения выросли на 23% кв./кв. до 18,8 млрд руб., операционный денежный поток снизился на 38% кв./кв. В итоге свободный денежный поток упал с 20 млрд руб. в 3 кв. до 3,2 млрд руб. в 4 кв. В целом по итогу 2015 г. капвложения выросли на 28% г./г. до 61,7 млрд руб., что выше первоначального плана в 56 млрд руб. В 2016 г. капвложения составят 99 млрд руб.: 27,8 млрд руб. будут направлены на зрелые месторождения, 27 млрд руб. - на месторождения им. Третьякова и Титова, 10 млрд руб. - на проекты Бурнефтегаза, 17 млрд руб. - в сегмент переработки, 4 млрд руб. - в нефтехимию, в сбыт - 10 млрд руб.

Рублевые облигации Башнефть-б, 8 котируются с 10,5-10,85% к оферте в феврале 2018 г., что выглядит дорого. Лучшей альтернативой являются рублевые бонды NVTKRM 17 с УТМ 11,1% (=ОФЗ + 163 б.п.).

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

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



# #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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #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 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 Клевленкова | (+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.