



16 декабря 2015 г.

Мировые рынки

Данные по инфляции в США выступают в пользу повышения ставки

Глобальные финансовые рынки продемонстрировали позитивную динамику (американские и европейские индексы прибавили 1-2,5%) в преддверии сегодняшнего решения FOMC (20-00 мск); исходя из фьючерсов, вероятность повышения ставки составляет 78%. Также некоторое восстановление произошло на сырьевом рынке: нефть Brent ушла выше 38 долл./барр., несмотря на то, что лидеры Конгресса согласовали бюджетный план, который предполагает снятие запрета на экспорт нефти. Опубликованная порция макростатистики по США оказалась неоднозначной. В ноябре базовая инфляция (без продовольственной и энергетической компонент) поднялась на 10 б.п. до 2,0% г./г., что соответствует долгосрочной цели ФРС по инфляции и является аргументом в пользу повышения ключевой ставки (поскольку низкая инфляция (+0,5% г./г.) обусловлена главным образом снижением цен на нефть). В то же время, согласно обзору Empire State Mfg, общие условия в обрабатывающих отраслях американской экономики продолжают ухудшаться в декабре, это добавляет уверенности в том, что между первым и вторым повышениями ставки будет взята продолжительная пауза. Суверенные евробонды Russia 42,43 подорожали на 0,5 п.п. вслед за нефтью.

Экономика

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

В ноябре динамика промпроизводства в годовом выражении вновь показала незначительное улучшение. Темпы падения сократились до 3,5% г./г. с 3,6% г./г. в октябре. В то же время такое улучшение полностью объясняется низкой базой прошлого года: в ноябре 2014 г. наблюдалось сокращение выпуска в промышленности. В декабре эффект высокой базы должен привести к углублению падения г./г. В месячном выражении с исключением сезонности (по методике Росстата) произошло ускорение падения промпроизводства до 0,6% м./м. (-0,2% в октябре). В ноябре наиболее явно позитивная динамика прослеживалась в обрабатывающей промышленности, где темпы сокращения выпуска снизились до 3,3% г./г. с 3,9% г./г. в октябре. Заметное улучшение динамики наблюдалось в секторе производства удобрений, небольшое замедление падения отмечалось в автомобильной отрасли (в основном за счет производства грузового автотранспорта). Однако в производстве металлов и стройматериалов произошло углубление падения. Вместе с тем хорошим данным по обрабатывающему сектору в ноябре поспособствовал взрывной рост производства электрогенераторов с дизельными двигателями на 42% г./г., что возможно связано с проблемами энергообеспечения Крыма. Таким образом, мы по-прежнему считаем, что, несмотря на ряд позитивных сигналов, говорить о прекращении падения в промышленности пока нельзя. Мы ожидаем, что устойчивый перелом в динамике промпроизводства произойдет в 2016 г.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: внешние условия вновь заставляют Минфин быть осторожным

На сегодняшних аукционах Минфин решил сделать консервативное предложение (4,5-летние ОФЗ 26214 и 9-летние 29006 с купоном RUONIA + 120 б.п. в объеме 5 млрд руб. и 10 млрд руб., соответственно), что отражает ситуацию на внешнем рынке: падение цен на нефть Brent ниже 40 долл./барр. привело к ослаблению рубля в район 70 руб./долл. Отметим, что рынок ОФЗ очень сдержанно отреагировал на негативную динамику рубля: доходности длинных ОФЗ 26207/26212 поднялись всего на 5 б.п. (до YTM 9,70-9,78%) за последнюю неделю, что обусловлено, по нашему мнению, наличием большого объема дешевых рублевых средств у банков (вследствие бюджетного дефицита), которая в условиях неприятия кредитного риска, идет на покупку ОФЗ. В то же время в сравнении с динамикой курса рубля (70 руб./долл. = 23%-ный рост с начала года) доходности госбумаг выглядят несколько заниженными (по нашим оценкам, они должны быть не ниже 10%). Предложенные 26214 могут представлять некоторый спекулятивный интерес для покупки (с премией ко вторичному рынку YTM 10,20-10,24%) с продажей 26207 (учитывая между выпусками расширенный спред 50 б.п.).

Мы считаем интересными для покупки бумаги 29006, которые котируются по 102% от номинала, что транслируется в премию 100 б.п. к ставке 6M RUONIA (для классических ОФЗ эта премия является отрицательной).

Рынок корпоративных облигаций

РусГидро: сделка с ВТБ должна решить проблему долга PAO ЭС Востока. См. стр. 2

РусГидро: сделка с ВТБ должна решить проблему долга РАО ЭС Востока

Отчетность по-прежнему на втором плане...

РусГидро опубликовала результаты 3 кв. 2015 г., которые оказались довольно сильными с точки зрения показателей EBITDA (г./г. и кв./кв. с учетом сезонности) и операционного денежного потока. При этом сохраняющийся существенный объем инвестиций пока не позволяет выйти на положительные значения свободного денежного потока, что предполагает привлечение дополнительного финансирования. Долговая нагрузка компании по-прежнему на уровне ниже 3х по показателю Долг/EBITDA. В то же время текущие финансовые показатели, на наш взгляд, находятся на втором плане из-за масштабной сделки по привлечению капитала у ВТБ для рефинансирования задолженности дочернего РАО ЭС Востока. Мы считаем, что данная сделка является наиболее существенным фактором для кредитного профиля компании в ближайшие несколько лет.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	3 кв. 2015	3 кв. 2014	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	76 963	78 640	-2%	76 963	70 225	+10%
EBITDA	13 910	15 314	-9%	13 910	10 125	+37%
Рентабельность по EBITDA	18,1%	19,5%	-1,4 п.п.	18,1%	14,4%	+3,7 п.п.
Чистая прибыль	5 516	6 720	-18%	5 516	1 062	+5,2x
Операционный поток	14 632	9 012	+62%	14 632	9 611	+52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-28 097	-26 339	+7%	-28 097	-11 115	+2,5x
Капвложения	19 056	23 698	-20%	19 056	19 738	-3%
Финансовый поток	17 446	12 362	+41%	17 446	393	+44x
В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2015			30 июня 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	225 181			192 024		+17%
Краткосрочный долг	91 885			83 144		+10%
Долгосрочный долг	133 296			108 880		+22%
Чистый долг	178 655			149 872		+19%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,6x			1,9x		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

...по отношению к масштабной сделке по привлечению капитала у ВТБ

Как мы уже отмечали ранее, в рамках сделки РусГидро продаст ВТБ новые акции на сумму 85 млрд руб. Для того, чтобы передать эти средства на баланс РАО ЭС Востока, РусГидро приобретет 12-летние облигации "дочки" на 85 млрд руб. с госгарантией на 50% номинала. В момент продажи РусГидро и ВТБ должны заключить также 5-летнее форвардное соглашение на то же количество акций. Форвардная цена должна включать накопленные проценты и быть уменьшена на величину выплаченных компанией за период действия соглашения дивидендов.

Новые детали сделки

Стоит отметить, что компания раскрыла некоторые дополнительные детали касательно процентной ставки. Так, на данный момент рассматривается два варианта:

- 1) Ключевая ставка ЦБ+295 б.п. с 2-летней отсрочкой по выплате процентов, квартальные проценты с 3-го года;
- 2) Ключевая ставка ЦБ+330 б.п. проценты накапливаются и выплачиваются через 5 лет, т.е. по истечении срока форвардного контракта.

Предложенные спреды к ключевой ставке ЦБ в обоих вариантах соответствуют, по нашей оценке, фиксированным доходностям 12,95% и 13,3% (=ОФЗ + 265-300 б.п.), что выше уровней доходностей, на которых торгуются рублевые облигации РусГидро. Некоторая премия обусловлена длительным сроком предоставляемого финансирования, а также наличием льготного периода, в течение которого проценты не выплачиваются.

Сделка предполагает, что в течение 5 лет ВТБ и РусГидро будут совместно заниматься поиском стратегического инвестора для продажи данного пакета, в результате чего в 2020 г. могут быть

также сформированы 3 сценария:

- 1) Стратег найден, компания продана по цене выше суммы обязательств по форвардному контракту - РусГидро получает всю премию, банк получает предусмотренную контрактом сумму.
- 2) Стратег найден, но компания продана дешевле обязательств по форвардному контракту - РусГидро доплачивает разницу деньгами либо выпущенными ранее облигациями с 50% гарантией государства.
- 3) Стратег не найден, доля не продана - проводится оценка пакета независимым оценщиком и разница между обязательствами по форвардному контракту и оценкой в соответствии со сценариями 1 и 2.

**Мы по-прежнему
смотрим на сделку с
ВТБ позитивно с
точки зрения
кредитного профиля
компания**

Как мы уже отмечали, все текущие выпуски облигаций РусГидро имеют оферту или погашение до момента экспирации форвардного контракта РусГидро с ВТБ, так что данная сделка финансирования (в результате которой, по сути, происходит продажа части пакета акций РусГидро) снижает кредитные риски и позитивна для держателей текущих выпусков. Рублевые облигации РусГидро неликвидны и котируются с премией 100-150 б.п. к ОФЗ, что не предполагает потенциал для их ценового роста.

Федор Корначев
fedor.kornachev@raiffeisen.ru
+7 495 221 9851
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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

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

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#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 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.