



18 августа 2016 г.

## Мировые рынки

### ФОМС сохраняет "голубиный" настрой, но не единогласно

Опубликованный вчера протокол с июльского заседания ФОМС указал на то, что, несмотря на признание восстановления ситуации на рынке труда после провальных майских данных и рост потребительских расходов, большинство членов комитета по-прежнему сохраняет "голубиный" настрой, в частности, из-за опасений относительно сохранения инфляции ниже целевого уровня в 2%. Отдельно было отмечено, что рынки довольно быстро восстановились после первоначальной реакции на Brexit. Против сохранения ставок проголосовала лишь одна член ФОМС, предлагавшая повысить ставку на 25 б.п. уже на июльском заседании. Рынок оценивает вероятность повышения ставки до конца года в 48,5%, а протокол заседания ФОМС был воспринят, скорее, как сигнал дальнейшего сохранения мягкой денежно-кредитной политики ФРС (доходность UST10 снизилась на 2 б.п. до 1,55%).

Вчера цены на нефть марки Brent незначительно выросли с 49,23 до 49,85 долл./барр. Некоторую поддержку оказали неоднозначные данные по запасам в США. С одной стороны, запасы сырой нефти сократились на 2,5 млн барр. (ожидался рост на 1 млн барр.), но с другой – запасы дистиллятов увеличились на 1,9 млн барр., тогда как ожидалось их снижение на 600 тыс. барр. Главным сдерживающим фактором для цен стал рост добычи в США на 1,8% н./н. Однако инвесторы все еще рассчитывают на поддержку со стороны ОПЕК, которая, видимо, вновь готова обсуждать заморозку уровня добычи, однако мы полагаем, что разногласия внутри картеля не позволят достичь договоренностей в ближайшее время.

## Экономика

Прекращению падения ВВП помешало промпроизводство. См. стр. 2

## Рынок ОФЗ

### Интерес присутствует как к плавающей, так и к фиксированной рублевым ставкам

В результате вчерашних аукционов Минфину удалось реализовать все 20 млрд руб. без ценовых дисконтов, при этом спрос почти в 3 раза превысил предложение (сейчас основным фактором инвестирования в рублевые ставки является повышение цен на нефть почти до 50 долл./барр., Brent). По 10-летним 26219 отсечка была установлена на уровне YTM 8,35% (по рынку), основной объем 7,5 млрд руб. из 10 млрд руб. пришелся на крупные заявки по цене 97,05% от номинала. Реальная доходность этих бумаг 285 б.п. (разница номинальной доходности над ожидаемой участниками рынка инфляцией в среднесрочной перспективе) является самой высокой в GEM, что предполагает определенный потенциал для снижения. Неопределенность представляет объем чистых заимствований для покрытия дефицита бюджета (с учетом переноса приватизации Башнефти), однако до 4 кв. увеличение плана заимствований маловероятно (требуется утверждение в Госдуме). В отличие от предшествующих аукционов размещение 29011 встретило повышенный интерес: отсечка 102,2% от номинала соответствует фиксированной синтетической доходности YTM 9,09%, то есть присутствует небольшая премия к выпускам 26210 и 26214 с близким сроком до погашения.

## Рынок корпоративных облигаций

### ФосАгро: без иммунитета к падению цен

Компания ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+) опубликовала умеренно слабые результаты за 2 кв. 2016 г. на фоне продолжающегося падения цен на удобрения и укрепления рубля. Выручка снизилась на 18% кв./кв. до 46 млрд руб. из-за падения цен в рублевом эквиваленте на 11-45% кв./кв., а также сокращения объемов продаж удобрений на 2% после рекордных отгрузок в 1 кв. Затраты в целом находились под контролем, но расходы на персонал выросли на 24% кв./кв. в результате разовой выплаты бонуса всем сотрудникам во 2 кв. в честь празднования 15-летия компании. ФосАгро ожидает нормализации данных расходов во 2П. В итоге EBITDA сократилась на 35% кв./кв. до 16,3 млрд руб., а рентабельность упала до 35,5%, самого низкого уровня с 4 кв. 2014 г., когда началась девальвация рубля. Операционный денежный поток сократился на 40% кв./кв. до 11 млрд руб., но его по-прежнему хватает для покрытия инвестиций, которые выросли на 11% кв./кв. до 9,7 млрд руб. Общий долг ФосАгро не изменился за квартал, а показатель Чистый долг/LTM EBITDA составил 1,18x. Компания сообщила, что большая часть выплат по долговым обязательствам в течение этого года (около 365 млн долл.) уже была успешно рефинансирована, и рассматриваются различные варианты погашения евробонда PHORRU 18, в том числе и новое размещение.

О'Кей возвращает покупателей, но теряет маржу. См. стр. 3

## Прекращению падения ВВП помешало промпроизводство

**Есть улучшения в динамике внутреннего спроса...**

Опубликованная вчера экономическая статистика по июлю сигнализирует о позитивных тенденциях в динамике внутреннего спроса (потребления и инвестиций). Так, в годовом выражении снижение розничных продаж замедлилось с 5,9% до 5,0% г./г., что указывает на остановку падения в терминах м./м. Улучшение динамики потребления пока слишком незначительно, чтобы делать из него какие-либо серьезные долгосрочные выводы. Однако, на наш взгляд, для восстановления потребительского спроса сейчас уже формируются серьезные предпосылки: темпы роста номинальных заработных плат уже полгода держатся на уровне 6%-8%, в результате чего растут, правда, пока не слишком значительно, и реальные зарплаты (0,5-1,5% г./г.).

Июльские данные по строительству (косвенно характеризующие состояние инвестиционной активности) также оказались позитивными: темпы падения снизились с 9,7% до 3,5% г./г. По нашим оценкам, в терминах м./м. выпуск в строительстве вырос в июле на 3%. Вместе с тем, этот показатель является достаточно волатильным, поэтому данные одного месяца не являются слишком показательными. Мы не ожидаем начала роста инвестиций во 2П 2016 г., скорее, можно надеяться, что к концу года остановится их падение.

**... которые омрачаются неожиданно слабой динамикой производства**

Хорошая статистика по внутреннему спросу омрачается неожиданно слабой динамикой промышленного производства, которое показало серьезное падение: годовые темпы роста снизились с +1,7% до -0,3% г./г., а в терминах м./м. промпроизводство, по нашим оценкам, упало на 1%. Общее падение связано с ухудшением в обрабатывающей промышленности (с +1,6% до -1,5% г./г.), которое наблюдалось в большинстве отраслей. Возможно, что такая негативная динамика является разовым статистическим выбросом и, в частности, объясняется меньшим количеством рабочих дней в июле 2016 г. по сравнению с июлем 2015 г. (21 против 23). Однако необходимо отметить, что исторически различия в рабочих днях очень слабо влияли на промпроизводство. Поэтому, на наш взгляд, негативная динамика промпроизводства является весьма тревожным сигналом, ведь до последнего времени именно промышленность было главным драйвером улучшения динамики ВВП.

**Мы оставляем свой прогноз роста ВВП в 2016 г. на уровне -0,5%**

По нашим оценкам, если бы не падение промышленности, то в июле темпы роста ВВП г./г. вышли бы из отрицательной зоны. Пока мы сохраняем ожидания, что восстановление потребительского спроса, остановка падения инвестиций и продолжающийся позитивный эффект от девальвации рубля будут способствовать возобновлению позитивной динамики производства и экономики в целом. В связи с этим мы оставляем свой прогноз роста ВВП в 2016 г. на уровне -0,5% (-0,9% г./г. за 1П 2016 г.), предполагающий незначительный рост экономики во 2П 2016 г.

**Антон Плетенев**  
anton.pletenev@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900

## О'Кей возвращает покупателей, но теряет маржу

Вчера ритейлер О'Кей (Fitch: B+) опубликовал слабые финансовые результаты за 1П 2016 г. - рентабельность по EBITDA сократилась до 4% (-2,2 п.п. г./г.), при этом компания показала чистый убыток в размере 786 млн руб. Одним из факторов негативной динамики послужило снижение валовой маржи до 22,3% (-1,5 п.п. г./г.) в связи с необходимостью проведения масштабных ценовых акций для поддержания покупательского спроса в текущих сложных макроэкономических условиях на фоне обострившейся конкуренции.

Следует отметить, что более агрессивная ценовая политика компании дает результат в виде прироста покупательского трафика и улучшения динамики сопоставимых продаж (+5,5% г./г. рост продаж LFL в 1П). Однако О'Кей также демонстрирует слабый уровень контроля над операционными издержками - общие, коммерческие и административные расходы ритейлера по отношению к выручке повысились до 21% (+1,1 п.п. г./г.), что оказало сильное давление на операционную рентабельность. Ключевыми причинами роста уровня операционных издержек стало увеличение расходов на персонал (рост численности сотрудников в магазинах с целью повышения качества обслуживания), а также арендных издержек (увеличение доли арендных площадей, а также удорожание стоимости аренды по контрактам, привязанным к долларам и евро). Отметим, что О'Кей находится в процессе операционных преобразований - развивает собственную логистику, планирует проведение масштабной модернизации IT-систем. Кроме того, ритейлер продолжает развитие формата жесткий дискаунтер (около 2,7% общей выручки и около 5% торговой площади на конец июня), который пока не вышел на уровень безубыточности (убыток на уровне EBITDA в этом сегменте за 1П составил 1,2 млрд руб). В результате, операционная маржа О'Кей упала до 0,8% (-2,6 п.п. г./г.).

Слабые операционные результаты компании привели к росту долговой нагрузки до 3,4х Чистый долг/EBITDA. Вместе с тем, положительным моментом является снижение средневзвешенной процентной ставки по долговому портфелю до 10,7% с 11,9% на конец 2015 г. В ходе телефонной конференции менеджмент О'Кей заявил о способности компании преодолеть операционные сложности и добиться повышения показателей рентабельности бизнеса. Тем не менее, отметим, что усиливающееся конкурентное давление и слабая макроэкономическая конъюнктура могут оказать серьезное негативное влияние на планы ритейлера.

### Ключевые финансовые показатели О'Кей

в млн руб., если не указано иное	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	83 672	75 885	+10%
Валовая прибыль	18 667	18 084	+3%
Валовая рентабельность	22,3%	23,8%	-1,5 п.п.
EBITDA	3 336	4 702	-29%
Рентабельность по EBITDA	4,0%	6,2%	-2,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-786	621	-
Операционный поток	141	-522	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 469	-4 319	-43%
Финансовый поток	-3 166	134	-
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	34 355	35 558	-3%
Краткосрочный долг	10 616	12 000	-11%
Долгосрочный долг	23 719	23 558	+1%
Чистый долг	30 090	25 790	+17%
Чистый долг/ EBITDA LTM*	3,4x	2,6x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Наталья Колупаева  
natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9852



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

### Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

### Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

### Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

### Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



# #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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+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.