



24 марта 2016 г.

Мировые рынки

Недельный прирост запасов нефти вызвал коррекцию

По данным EIA, за прошлую неделю прирост коммерческих запасов нефти в хранилищах США составил 9,4 млн барр., превзойдя ожидания. Несмотря на то, что произошло сокращение запасов бензина (на 4,6 млн барр.) по причине высокого спроса, участники рынка восприняли этот отчет как повод для фиксации прибыли: котировки Brent просели с 41,5 долл. до 40 долл. за барр. По-видимому, участники все меньше верят в успех переговоров стран-производителей нефти и сокращение ее избытка в ближайшей перспективе. Также не способствуют позитиву комментарии представителей ФРС (вчера со стороны Дж. Балларда) о целесообразности повышения ключевой ставки уже в апреле.

Экономика

Недельная инфляция продолжает оставаться низкой за счет овощей и фруктов

Согласно данным Росстата, инфляция с 15 по 21 марта составила 0,1% (0,4% с начала марта). По нашим оценкам, в годовом выражении она снизилась до 7,7%-7,8% (8,1% г./г. в феврале). При этом среднесуточные темпы роста цен, хотя и находятся несколько ниже, чем февральские показатели, перестали падать. Как и в предыдущие недели, основной вклад в снижение инфляции оказывала плодоовощная продукция, цены на которую начали снижаться (-1,3% за неделю), что частично объясняется сезонностью. В остальных группах товаров замедление темпа роста цен не наблюдается. Исходя из недельных данных, можно ожидать, что инфляция за март составит 0,6-0,7%. Однако в недельный индекс не входят многие непродовольственные товары, темпы роста цен на которые должны были замедлиться в связи с недавним укреплением рубля. Поэтому инфляция в марте может быть несколько ниже (0,5%-0,6%) и, скорее всего, достигнет 7,5% г./г.

Рынок ОФЗ

Вялый интерес к плавающим бумагам

На вчерашнем аукционе Минфину удалось реализовать бумаги лишь в объеме 21,46 млрд руб. из предложенных 31 млрд руб., что стало следствием низкого интереса к плавающим ОФЗ 29011 (спрос оказался ниже предложения). По нашему мнению, их котировки уже достигли своих справедливых значений благодаря как их ценовому росту (на 2 п.п. с начала года), так и снижению ставок IRS (на 100-150 б.п.). Длинные классические 26207 были реализованы с отсечкой УТМ 9,1%, что соответствует небольшой премии ко вторичному рынку до аукциона.

Коррекция в длинных ОФЗ

После аукциона из-за ухудшения внешнего фона вслед за ослаблением рубля коррекция произошла и на рынке госбумаг: вся кривая сместилась вверх на 20-30 б.п., при этом 1-летние выпуски, наконец, достигли депозитной ставки ЦБ, 10-летние превысили УТМ 9,2%. ОФЗ не стали исключением, коррекция наблюдалась и в локальных госбумагах остальных ЕМ (Бразилии, ЮАР, Колумбии). По нашим оценкам, продажи со стороны нерезидентов могут привести к росту доходностей длинных ОФЗ до УТМ 9,6-9,8%. Этот диапазон предполагает снижение ставки RUONIA до 9,5-10% годовых, что эквивалентно снижению ключевой ставки на 100 б.п. в среднесрочной перспективе при условии отсутствия активных действий со стороны ЦБ по абсорбированию избыточной ликвидности и сохранения на низком уровне предложения от Минфина новых ОФЗ. Более сильный рост доходностей может произойти при цене на нефть заметно ниже 40 долл./барр. (Brent).

Рынок корпоративных облигаций

ПКТ: предложенный ориентир предполагает премию

Завтра открывается книга заявок на покупку 5-летних облигаций АО «Первый Контейнерный Терминал» (ожидаемый рейтинг выпуска BB от Fitch, под поручительство Global Ports Investments Plc.) в объеме 5 млрд руб. и ориентиром по ставке купона 12,25 - 12,60% годовых, что соответствует УТР 12,63-13,0%. Этот ориентир предполагает довольно щедрую премию 345-382 б.п. к кривой ОФЗ. Напомним, что недавно размещение 5-летних облигаций номиналом 15 млрд руб. провел Евраз (BB-/Ba3/BB-) с УТМ 13%, который несколько уступает Global Ports по кредитным метрикам. Так, Global Ports отличается стабильно высокой прибылью (72% против 16,4% у Евраз в терминах маржи по EBITDA), вследствие чего Чистый долг на уровне 3,6х LTM EBITDA выглядит комфортным. Кроме того, компания имеет низкую потребность в инвестициях (в 2015 г. CAPEX составил всего 12 млн долл. при EBITDA 291 млн долл.) и комфортный график погашения долга (до 2017 г. включительно необходимо погасить всего 228 млн долл.). Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций ПКТ с дисконтом к Евразу (в размере 40-50 б.п.). Кроме того, фактором сужения кредитного спреда к ОФЗ является перевод из ПФР в НПФ в этом году порядка 260 млрд руб.

РусГидро: вопрос рефинансирования долга РАО ЭС Востока "подвис". См. стр. 2

О'КЕЙ: на пути к операционным улучшениям. См. стр. 3

ФосАгро: умеренный оптимизм в начале года. См. стр. 4

РусГидро: вопрос рефинансирования долга РАО ЭС Востока "подвис"

Нейтральные результаты

РусГидро (BB/Ba2/BB+) опубликовала нейтральные результаты за 2015 г., 4 кв. был сильным на фоне роста выработки ГЭС и улучшения результатов сбытового дивизиона. По итогам 4 кв. компании удалось показать свободный денежный поток на уровне 10 млрд руб., что позволило снизить задолженность по сравнению с 3 кв. 2015 г. При этом по итогам года свободный денежный поток по-прежнему отрицательный. Чистый долг/EBITDA остается на комфортном уровне, при этом 2016 г. по плану должен стать последним годом с отрицательным свободным денежным потоком.

Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	2015	2014	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	361 826	341 988	+6%
EBITDA	73 383	73 249	0%
Рентабельность по EBITDA	20,3%	21,4	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	27 159	24 131	+12%
Операционный денежный поток	69 800	57 926	+20%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-48 381	-60 433	-20%
Капвложения	79 238	78 577	+1%
Финансовый денежный поток	-8 584	1 091	-
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	197 393	225 181	-12%
Краткосрочный долг	62 214	91 885	-32%
Долгосрочный долг	135 179	133 296	+1%
Чистый долг	149 368	178 655	-16%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,0x	2,6x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение инвестиций и операционных издержек

Менеджмент РусГидро в ходе телеконференции по результатам 2015 г. отметил, что компания нацелена на снижение операционных издержек на 9% в 2016 г., а также анонсировал потенциальные корректировки планов по инвестициям. Так, РусГидро планирует ограничить инвестиции в поддержание действующих гидромошностей величиной 30 млрд руб. в год, а также снизить инвестиции в новое строительство. Потенциальное снижение капвложений может составить около 10 млрд руб. в 2016 г., а скорректированная инвестпрограмма может быть представлена в апреле.

Вероятность реализации сделки с ВТБ снижается, вопрос рефинансирования задолженности РАО ЭС Востока по-прежнему в центре внимания

Представленная ранее схема рефинансирования долга РАО ЭС Востока за счет размещения масштабной допэмиссии в пользу ВТБ с фиксацией форвардной цены, как мы ранее отмечали, выглядела позитивно для кредитного профиля РусГидро. Однако схема сделки по-прежнему не утверждена президентом. Комментарии менеджмента в ходе телеконференции свидетельствуют о том, что на уровне правительства продолжаются дискуссии касательно возможного механизма решения проблемы задолженности дальневосточных активов группы. Это может означать, что вероятность реализации предложенного ранее сценария с участием ВТБ снижается, что увеличивает неопределенность и может создать дополнительные риски для кредитного профиля компании. На наш взгляд, то, какая схема все-таки будет принята для решения данной проблемы, будет являться ключевым фактором для РусГидро в среднесрочном периоде.

Обращающиеся рублевые облигации эмитента неликвидны и котируются со спредом к кривой ОФЗ ~150 б.п., что выглядит дорого для корпоративных бумаг за пределами 1-го эшелона. Интересные предложения сейчас можно найти на первичном рынке (ПКТ, Металлоинвест).

Федор Корначев

fedor.kornachev@raiffeisen.ru

+7 495 221 9851

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

О'КЕЙ: на пути к операционным улучшениям

Операционные преобразования и неблагоприятные рыночные условия объясняют слабые финансовые результаты

Долговая нагрузка остается на комфортном уровне - 2,6х Чистый долг/EBITDA

Вчера ритейлер О'КЕЙ (Fitch: B+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2015 г., которые, как и ожидалось, оказались довольно слабыми. На протяжении всего 2015 г. ритейлер находился в процессе операционных преобразований и резко замедлил темпы новых открытий - прирост торговых площадей составил всего 7,4% г./г. В результате, учитывая неблагоприятные макроэкономические условия, а также относительно высокий уровень конкуренции на рынке, выручка О'КЕЙ за 2015 г. повысилась всего на 6,9% г./г. Негативный эффект от девальвации рубля (ритейлер по-прежнему имеет часть арендных контрактов, привязанных к курсу валюты), продуктовые санкции России, которые привели к необходимости пересмотра поставщиков импортных товаров и вызвали рост товарных потерь, а также высокий уровень логистических и транспортных издержек (в связи с развитием собственной логистики) обусловили снижение маржи по EBITDA до 6,2% (-1,2 п.п. г./г.).

Чистая прибыль О'КЕЙ оказалась под давлением финансовых расходов - средневзвешенная процентная ставка повысилась до 12,5%, а долговая нагрузка выросла до 2,6х Чистый долг/EBITDA на конец 2015 г. Кроме того, переоценка валютного долга привела к убытку по курсовым разницам в размере 615 млн руб.

Во время телеконференции с аналитиками, менеджмент О'КЕЙ установил цель по росту выручки на 2016 г. 11-15% г./г. (рост среднего чека ожидается на уровне 4% г./г.) и рентабельность по EBITDA на уровне 6-6,4%. Ритейлер сохранит фокус на наиболее прибыльные рынки и планирует нарастить свою розничную сеть за счет открытия 1 супермаркета (уже открыт на условиях собственности), 3 гипермаркетов (Москва, Санкт-Петербург, Тюмень, на условиях собственности) и около 30 новых магазинов в формате "жесткий дискаунтер". Общий размер капвложений должен составить около 7-9 млрд руб. С целью повышения операционной эффективности О'КЕЙ планирует продолжить наращивать долю продаж товаров под собственной торговой маркой (с текущих ~5% до как минимум 10% в этом году), а также развивать собственную логистику и повысить уровень централизации поставок с текущих 30% до 58-60% (новый крупноформатный распределительный центр в Москве будет запущен во 2 кв.). Стратегия О'КЕЙ по трансформации бизнеса может дать положительный эффект в этом году, однако ритейлер присутствует на высококонкурентных рынках, что потребует дополнительных усилий от команды менеджмента. При этом ключевые конкуренты (X5 Retail Group, Ашан, Лента и др.) продолжают агрессивную политику по повышению доли рынка.

Ключевые финансовые показатели О'КЕЙ

В млн руб., если не указано иное	2015	2014	изм.
Выручка	162 510	151 983	+7%
Валовая прибыль	38 367	37 205	+3%
Валовая рентабельность	23,6%	24,5%	-0,9 п.п.
EBITDA	10 109	11 270	-10%
Рентабельность по EBITDA	6,2%	7,4%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль	1 918	5 226	-63%
Операционный поток	9 140	9 378	-2%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 332	-16 287	-86%
Капвложения	8 621	16 300	-47%
Финансовый поток	-2 884	9 583	-
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	35 558	32 081	+11%
Краткосрочный долг	12 000	12 426	-3%
Долгосрочный долг	23 558	19 655	+20%
Чистый долг	25 790	26 271	-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,6х	2,3х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Бумаги О'КЕЙ неликвидны. В розничном сегменте по соотношению риска и доходности нам нравятся бумаги Магнит IPO2 с УТМ 11,04% @ февраль 2018 г. (=ОФЗ + 135 б.п.).

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

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

ФосАгро: умеренный оптимизм в начале года

**Мы оцениваем
результаты нейтрально**

ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+) опубликовала нейтральные результаты за 4 кв. 2015 г. на фоне сезонного снижения спроса по сравнению с 3 кв. и умеренного падения цен на фосфатные удобрения. Так, выручка сократилась на 2% кв./кв. до 47,4 млрд руб., а EBITDA снизилась на 8% кв./кв. до 19,7 млрд руб., при этом рентабельность сохранилась на высоком уровне 41% против 44% кварталом ранее.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.
Выручка	47 432	48 598	-2%
Валовая прибыль	26 805	27 611	-3%
Валовая рентабельность	56,5%	56,8%	-0,3 п.п.
EBITDA	19 659	21 309	-8%
Рентабельность по EBITDA	41,4%	43,8%	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	4 885	3 865	+26%
Операционный денежный поток	12 372	18 227	-32%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-1 993	-14 949	-87%
Капвложения	12 088	15 366	-21%
Финансовый денежный поток	-8 020	-10 634	-25%
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	134 512	123 239	+9%
Краткосрочный долг	28 947	25 776	+12%
Долгосрочный долг	105 565	97 463	+8%
Чистый долг	105 165	97 761	+8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,3x	1,3x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Долг находится на
комфортном уровне**

Вслед за снижением EBITDA и сезонным ростом оборотного капитала чистый операционный денежный поток также сократился на 32% до 12,4 млрд руб. При этом после прохождения пика капитальных затрат в 3 кв. инвестиции сократились на 21% кв./кв. до 12,1 млрд руб., что по-прежнему было полностью покрыто операционным потоком. Чистый долг за период вырос на 8% кв./кв. до 105,2 млрд руб., однако это было компенсировано увеличением маржинальности за последние 12 месяцев, так что долговая нагрузка за период не изменилась и составила 1,3x Чистый долг/EBITDA. При этом краткосрочная часть долга составила 28,9 млрд руб., что полностью покрывается накопленными денежными средствами в размере 29,3 млрд руб. ФосАгро планирует привлечь первый PXF-кредит в размере до 250 млн долл. в качестве одного из инструментов для рефинансирования евробонда.

**Ожидаются хорошие
результаты за 1 кв.
2016 г.**

В ходе звонка менеджмент компании отметил, что, несмотря на существенное падение цен на фосфатные удобрения в 1 кв. 2016 г. и в целом низкий уровень спроса в мире, в основном за счет накопленных запасов в Индии и экономических проблем в Бразилии, компания смогла достичь хороших финансовых результатов. С учетом того, что цены в конце марта нащупали "дно" и спрос в Южной Америке начал восстанавливаться, компания уверена, что ей хватит средств на погашение 150-200 млн долл. кредитов, реализацию инвестпрограммы в размере 43 млрд руб., а также выплату высоких дивидендов акционерам. После окончания реализации главного инвестпроекта по строительству нового комплекса по производству аммиака, карбамида и амсульфата в 2017 г., капвложения существенно сократятся.

Выпуск PHORRU 18 (YTM 4,03%) котируется на уровне бумаг URKARM 18, что свидетельствует о том, что выпуск Уралкалия стоит дорого (справедливый спред между бумагами не ниже 50 б.п.). Для локальных банков выпуск интересен высоким саггу над ставкой валютного РЕПО ЦБ (2,5% годовых).

Константин Юминов
konstantin.yuminov@raiffeisen.ru
+7 (495) 221 9842

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 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 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 Клебенкова		(+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.