



## Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

27 октября 2016 г.

### Мировые рынки

#### Снижение запасов нефти в США не смогло поддержать котировки нефти

По данным отчета EIA, коммерческие запасы нефти в США на прошлой неделе продолжили спад, хотя и меньшими темпами (-0,6 млн барр. против -5,2 млн барр. ранее). Снижение произошло и по дистиллятам и бензину. Тем не менее, такие данные не привели к повышению котировок нефти (Brent опустилась вплотную к 50 долл./барр.). Без позитивных новостей участники рынка все более скептически в оценке влияния возможного сокращения добычи на баланс спроса и предложения. Вероятно, именно спекуляции на тему сокращения добычи привели к росту котировок нефти на 5 долл./барр. (потенциал для коррекции).

### ЭКОНОМИКА

**Инфляция: сезонное ускорение инфляции набирает обороты. См. стр. 2**

### РЫНОК ОФЗ

#### Для реализации всего объема Минфину пришлось дать премию

Вчера Минфину удалось реализовать все предложенные 10 млрд руб. ОФЗ 26219. Несмотря на большой объем заявок (16,7 млрд руб.), ему пришлось предоставить заметную премию: доходность по цене отсечения составила YTM 8,48%, за день до аукциона котировки находились в диапазоне YTM 8,38-8,41%. Небольшой интерес покупать на аукционе без премии и готовность Минфина предоставить премию оказали негативное влияние на вторичный рынок: длинные выпуски подешевели на 0,5 п.п. По нашему мнению, новые бюджетные реалии (увеличение зависимости от заимствований), скорее всего, приведут к изменению традиционной тактики размещения: Минфину придется предоставлять премии, если это потребуется для выполнения плана.

### РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

#### Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Все больше российских эмитентов выходит на рынок евробондов. Их привлекает рекордно низкие доходности, а инвесторы ожидают, что долларовые ставки останутся низкими в течение длительного времени. OIS на долларовую ставку предполагают ее повышение на 25-50 б.п. в год, например, 1- и 2-летние OIS котируются на уровне 0,62% и 0,72%, а эффективная ставка ФРС (FEDLO1) сейчас составляет 0,41% год. (при ключевой 0,25%). По итогам сбора книги заявок по LUKOIL 26 ставка купона была установлена на уровне 4,75% год., что соответствует премии всего 40-45 б.п. к близким по дюрации RUSSIA 28. При этом выпуск GAZPRU 28 котируется с доходностью YTM 5,14%. Мы не видим потенциала для опережающего ценового роста новых бумаг LUKOIL 26, рекомендуем покупать RUSSIA 28. Сегодня сбор заявок по 5-летним евробондам с ориентиром 5,75-6% год. проводит МКБ. Ранее размещение евробондов провел банк ФК Открытие (400 млн долл. на 3 года под 4,5% год.), который предъявляет основной спрос на валютную ликвидность по РЕПО ЦБ (под ~2,5% год.). Возможно, банки запасаются валютной ликвидностью, если произойдет ее отток (при приватизации Роснефти). Сегодня конъюнктура на российском рынке евробондов ухудшилась из-за повышения доходностей базовых активов (10-летние UST прибавили 4 б.п. до YTM 1,8%) и коррекции нефти.

#### Альфа-Банк: понадобился капитал 1-го уровня

Альфа-Банк собирает книгу заявок на бессрочные субординированные бонды (ожидаемый рейтинг от Fitch "B", на 4 ступени ниже рейтинга банка), ориентир по ставке купона 8,25-8,5% год. Выпуск соответствует Положению № 395-П (Базель 3) для включения в добавочный капитал 1-го уровня: 1) выплата купона осуществляется полностью на усмотрение эмитента (вне зависимости от выплаты дивидендов); 2) номинал бумаг может быть уменьшен для пополнения уставного капитала (через обыкновенные акции) для восстановления достаточности базового капитала (Н1.1) до 5,125% (на 1 октября по РСБУ этот показатель у банка составлял 7,92%); 3) номинал бумаг может быть списан, если в отношении банка АСВ проведет процедуру финансового оздоровления для предотвращения банкротства. Отметим, что за 1П 2016 г., согласно МСФО в долларах, банк немного улучшил результат, получив чистую прибыль 161 млн долл. (против 32 млн долл. в 1П 2015 г.), за счет меньших отчислений в резервы. Согласно МСФО в рублях, прибыль составила всего 168 млн руб. (что связано с отрицательной переоценкой ОВП по Группе, в 1П рубль укрепился почти на 18%). По-видимому, привлечение капитала обусловлено предполагаемым ростом RWA. Озвученный ориентир не предполагает премию к аналогичному бессрочному выпуску ВТБ (с ценой 107% от номинала и купоном 9,5% год., что соответствует простой доходности 8,8% год.), более слабое автономное кредитное качество которого компенсируется господдержкой. Субординированный ALFARU 25 (капитал 2-го уровня) котируется с YTM 7,4% и является неплохой альтернативой новым бумагам.

**X5 Retail Group: операционный рычаг позволяет не терять рентабельность. См. стр. 2**

**НОВАТЭК: сокращает инвестиции в преддверии новой стратегии. См. стр. 3**

## Инфляция: сезонное ускорение инфляции набирает обороты

По данным Росстата, за неделю с 18 по 24 октября цены подросли на 0,2% (против 0,1% в течение прошлых 5 недель), а их среднедневной темп роста ускорился до 0,025% (против 0,019% на предыдущей неделе). Таким образом, накопленная с начала года инфляция составила 4,6%, а ее годовая оценка, согласно нашим расчетам, снизилась до 6,3% г./г.

Рост цен на фрукты и овощи больше не является основной причиной ускорения инфляции – по оценке Минэкономразвития, ускорение инфляции в большей степени произошло за счет роста цен на непродовольственные товары. Более заметным становится сезонный рост цен и на другие продукты питания (в этот раз – на хлебобулочные изделия, отдельные виды мясомолочной продукции, рыбу и сахар).

Кроме того, не исключен некоторый рост цен на молочную продукцию из-за вспышки вируса ящура во Владимирской области (по информации в СМИ, Роспотребнадзор предписал изъять из оборота 4 тыс. т молочной продукции). Впрочем, эффект на недельную инфляцию, вероятно, окажется временным и незначительным – изъятия составят незначительный процент от общего производства молочной продукции (хотя единовременный эффект будет, скорее всего, заметен).

В целом, динамика недельной инфляции соответствует нашим ожиданиям – по итогам октября мы ждем ускорения ее месячного значения до 0,6% м./м. (против 0,2% м./м. в сентябре) при умеренном снижении годового показателя до 6,3% г./г.

**Станислав Мурашов**

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## X5 Retail Group: операционный рычаг позволяет не терять рентабельность

Вчера X5 Retail Group (BB-/Ba3/BB) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2016 г., в которых нашли отражение представленные ранее сильные данные о продажах (увеличение чистых розничных продаж на 30,2% г./г. и +27,6% г./г. по итогам 9М 2016 г.).

Высокие темпы роста выручки ритейлера были обусловлены сильной динамикой сопоставимых продаж по всем форматам магазинов (+9,1% г./г.). Ключевыми драйверами таких результатов стали сохранение довольно агрессивной маркетинговой политики (товары, участвующие в маркетинговых программах, составили ~30% продаж ритейлера), а также изменения в ассортименте.

В результате X5 нарастила уровень рентабельности по EBITDA в 3 кв. до 7,8% (+0,5 п.п. г./г., -0,2 п.п. кв./кв.). При этом сохранение высокого уровня промо-активности (скидок) для покупателей в текущих сложных макроэкономических условиях оказало давление на валовую маржу (снижение на 0,6 п.п. г./г. до 24,4%). Однако, поскольку эффект положительного операционного рычага сохранился в 3 кв., общие, коммерческие и административные издержки X5 (без учета износа и амортизации) сократились по итогам 9М до 17,2% от выручки (-0,9 п.п. г./г.). В итоге маржа по EBITDA X5 за 9М 2016 г. составила 7,6% (+0,4 п.п. г./г.).

Долговая нагрузка компании находится на комфортном уровне – на конец сентября Чистый долг/EBITDA снизился до 2,15х. Весь долг номинирован в рублях, доля краткосрочного долга составила 28% от общего долгового портфеля.

Сегодня X5 планирует провести День инвестора, в ходе которого мы ожидаем получить от компании обновленный финансовый прогноз на 2016 г. и планы развития на 2017 г. и среднесрочную перспективу. Ранее компания заявляла о намерении существенно ускорить темпы органического роста в 2017 г. при сохранении возможности совершения сделок M&A.

## Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2016	3 кв. 2015	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	256,2	196,1	+31%	739,5	578,7	+28%
Валовая прибыль	62,5	49,0	+28%	178,5	142,0	+26%
Валовая рентабельность	24,4%	25,0%	-0,6 п.п.	24,1%	24,5%	-0,4 п.п.
ЕБИТДА	19,9	14,3	+39%	56,4	41,8	+35%
Рентабельность по ЕБИТДА	7,8%	7,3%	+0,5 п.п.	7,6%	7,2%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль	6,9	4,1	+66%	19,9	12,1	+64%

  

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	156,4	156,0	0%
Краткосрочный долг	43,3	43,1	0%
Долгосрочный долг	113,1	112,9	0%
Чистый долг	150,4	150,6	0%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,15x	2,34x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Облигации котируются (YTP 9,8% @ сент. 2018 г.) со спредом 100-110 б.п. к ОФЗ (с близкой к нулевой премией к 1-му эшелону) и выглядят неинтересно для покупки. Лучшей альтернативой являются среднесрочные ОФЗ (26216, 26210, 29011).

Наталья Колупаева

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 9852

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## НОВАТЭК: сокращает инвестиции в преддверии новой стратегии

**Свободный денежный поток многократно увеличился**

Вчера НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно с точки зрения кредитного профиля. Компания продемонстрировала существенный рост операционного денежного потока и сокращение капитальных вложений, что в итоге отразилось в многократном увеличении свободного денежного потока. Это позволило сократить Чистый долг и долговую нагрузку до 1,1x Чистый долг/ЕБИТДА. Главным фактором роста стал запуск Ярудейского месторождения нефти в декабре 2015 г. В целом по итогам 2016 г. мы ожидаем сохранения сильных результатов. Так, за 9М рост выручки составил 15% г./г., ЕБИТДА увеличилась на 17% г./г., а свободный денежный поток - более чем в два раза до 93,5 млрд руб. Мы полагаем, что большая часть высвободившихся средств будет использована для реализации новой стратегии роста, которая может быть представлена в этом году. Тем не менее, часть средств может быть использована для погашения задолженности и выплаты дивидендов.

## Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2016	3 кв. 2015	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	126,5	117,4	+8%	393,2	343,3	+15%
ЕБИТДА	43,2	37,1	+16%	139,1	118,6	+17%
Рентабельность по ЕБИТДА	34,2%	31,6 п.п.	+2,6 п.п.	35,4%	34,6%	+0,8 п.п.
Чистая прибыль	36,5	-12,4	-	198,3	60,6	+3,3x
Чистая рентабельность	28,9%	отриц.	-	50,4%	17,6%	+32,8 п.п.
Операционный денежный поток	42,8	16,8	+2,5x	116,5	86,9	+34%
Капвложения	-7,7	-14,5	-47%	-23,0	-44,3	-48%
Свободный денежный поток	35,1	2,2	+15,9x	93,5	42,7	+2,2x

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	227,9	241,7	-6%
Краткосрочный долг	44,4	47,6	-7%
Долгосрочный долг	183,5	194,1	-5%
Чистый долг	200,4	215,9	-7%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,11x	1,24x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Значительный рост операционных показателей за счет нефти

В 3 кв. 2016 г. добыча газа снизилась на 5% г./г. до 16,2 млрд куб. м, но объем реализации увеличился на 1,3% г./г. до 14,5 млрд куб. м. При этом значительный рост показателей отмечается в сегменте жидких углеводородов. Так, их производство выросло на 30,4% г./г. до 3,06 млн т, а объем реализации достиг 4,18 млн т (+20,4%). Этот сегмент по итогам 2016 г. покажет существенный рост за счет добычи нефти с Ярудейского месторождения. Стоит отметить, что месторождение имеет налоговые льготы, что позитивно с точки зрения рентабельности.

### Высокий уровень рентабельности

В 3 кв. рентабельность по ЕБИТДА увеличилась до 34,2% с 31,6% в 3 кв. 2015 г. Высокий уровень рентабельности был обеспечен увеличением продаж жидких углеводородов, которые более рентабельны по сравнению с реализацией газа благодаря пониженной налоговой нагрузке. Операционные затраты (без учета амортизации и переоценок) увеличились лишь на 3,7% г./г. до 83,2 млрд руб., что также поддержало рентабельность.

### Капвложения продолжают сокращаться

Рост продаж и рентабельности способствовали значительному повышению операционного денежного потока (до 42,8 млрд руб. по сравнению с 16,8 млрд руб. в 3 кв. 2015 г.). Одновременное снижение капитальных вложений на 47% г./г. до 7,7 млрд руб. позволило в разы увеличить свободный денежный поток с 2,2 млрд руб. до 35,1 млрд руб. Мы полагаем, что капвложения компании могут сократиться почти вдвое в 2016 г.

Коррекция российских евробондов в конце года на ожиданиях повышения ключевой ставки ФРС может быть усилена снижением цен на нефть, что может создать более интересные ценовые уровни для покупки в конце этого-начале следующего года. Нейтрально смотрим на евробонды НОВАТЭКа, которые сейчас котируются со спредом 25 б.п. к Газпрому.

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

**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 августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Рост промышленности оживился в августе, но до +1% к концу года не дотягивает

Падение ВВП в июле не показало признаков ускорения

### Рынок облигаций

"Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

ВТБ придумал экзотический способ для привлечения коротких рублей

Инверсия кривой вновь возросла

### Банковский сектор

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

### Инфляция

Инфляция на нуле, в тренде на снижение к 6%+ до конца года

Инфляция в августе "нырнула" ниже 7%

### Монетарная политика ЦБ

Банк России снизил ключевую ставку до уровня в 10,0%, но ужесточил риторику

### Ликвидность

Рост профицита ликвидности беспокоит ЦБ

После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

### Валютный рынок

Повышение ФОР по валюте начинает сказываться на рынке

Платежный баланс: ввоз капитала компенсирует отрицательное сальдо счета текущих операций

Рубль слабо реагирует на восстановление нефти. Оправдано повышение рублевой цены на нефть

### Бюджетная политика

Дефицит бюджета практически перестал расти, но это временное явление



# #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.