



Мировые рынки

ФОМС немного увеличил шансы повышения ставки в сентябре

Итогом завершившегося вчера заседания FOMC стало улучшение оценки состояния рынка труда, что приближает момент достижения полной занятости, являющегося необходимым условием для начала ужесточения монетарной политики. В целом риторика подтверждает готовность ФРС поднять ставку на одном из ближайших заседаний, препятствием может стать лишь сильное ухудшение экономических условий (что может произойти, например, из-за более сильного, чем предполагается, замедления экономики Китая). Ожидания участников рынка лишь незначительно сместились в сторону повышения ставок в сентябре, о чем свидетельствует небольшое снижение котировок фьючерсов (FFU5, FFZ5) на ставку. Эти фьючерсы предполагают повышение ставки в сентябре с вероятностью 17%, а в декабре - с вероятностью 79% (то есть почти все участники уверены в том, что повышение точно будет до конца этого года) в предположении, что ставка FED101 будет находиться в среднем на уровне 0,325% годовых (против текущих 0,14%). В то же время, согласно консенсус-прогнозу экономистов, повышение ставки с большей вероятностью состоится уже в сентябре. В отличие от фьючерсов на ставку рынок UST отреагировал на итог FOMC более заметным движением (10-летние бонды прибавили 5 б.п. до YTM 2,3%). Основным источником неопределенности остается ситуация на фондовом рынке Китая, который вчера вновь продемонстрировал падение на 2,2%, при этом регулятор, судя по всему, не намерен проводить интервенции, считая, что рынок сам должен найти равновесие.

Запасы нефти поддержали российский рынок евробондов

Согласно опубликованным вчера данным EIA, объем коммерческих запасов сырой нефти в США за неделю существенно сократился - на 4,2 млн барр., что стало поводом для восстановления котировок нефти (после заметной просадки накануне), которые превысили отметку 53,5 долл./барр. На этом фоне произошло восстановление цен российских евробондов: так, длинные выпуски Russia 42, 43 подорожали на 1 п.п.

Валютный и денежный рынок

Вероятность символического снижения ключевой ставки завтра повысилась. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: выпуск 24018 в очередной раз встретил высокий спрос

В ходе вчерашнего аукциона Минфину удалось реализовать весь предложенный объем 10 млрд руб. ОФЗ 24018 без премии ко вторичному рынку: отсечение прошло на уровне 101,7% от номинала (на котором сделки проходили за день до аукциона, что эквивалентно нулевой премии к 6M RUONIA). Повышенному спросу, который более чем в два раза превысил предложение, помимо защитных свойств бумаг 24018 (плавающая ставка и короткий срок до погашения) способствовало и улучшение конъюнктуры рынка. Сегодня бумаги подорожали до 102,3% от номинала, полностью восстановив понесенные накануне потери.

Решение ЦБ приостановить интервенции, а также рост цен на нефть (более чем на 1 долл. до 54,1 долл./барр.) привели к заметному укреплению рубля, который вернулся к отметке 59,1 руб. (почти на 1,5 руб. ниже локального максимума предшествующего дня). На позитивную динамику рубля рынок классических ОФЗ отреагировал восстановлением цен: в частности, длинные 26207 прибавили 1,4 п.п., доходность опустилась на 48 б.п. от последнего локального максимума до YTM 10,62%. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на ОФЗ.

Рынок корпоративных облигаций

Ак Барс (-/B1/BB-): первые попытки открыть рынок евробондов

Сегодня в маркетинге появился 3-летний старший евробонд АК BARS в объеме 300 млн долл. с ориентиром по ставке купона 8% годовых, примерно на этих уровнях котируется старший выпуск СРВКМО 18 (YTM 8,1%) с чуть более сильным набором кредитных рейтингов (BB-/B1/BB). Как следствие, по нашему мнению, ориентир не предполагает какой-либо премии ко вторичному рынку, что может косвенно свидетельствовать о предварительном наличии спроса на бумагу. В целом мы уже отмечали некоторое улучшение условий рефинансирования на внешнем рынке для российских компаний (см. комментарий от 13 июля), которое, скорее всего, приведет к появлению бондов РФ на "первичке" ближе к концу года (если, конечно, нефть Brent не упадет ниже 50 долл./барр.).

НОВАТЭК: рост добычи компенсировал падение цен. См. стр. 3

Вероятность символического снижения ключевой ставки завтра повысилась

Согласно данным Росстата, инфляция с 21 по 27 июля замедлилась до 0% против 0,1% неделей ранее. Примечательно, что главной причиной ее снижения стало вовсе не замедление индексации тарифов, их повышение, напротив, неожиданно усилилось на прошлой неделе, добавляя инфляционный эффект. Таким образом, улучшение можно связывать в большей степени с приостановкой роста цен основных продовольственных товаров, а в некоторых случаях (как с мукой, говядиной, курятиной и молоком) можно было наблюдать переход к снижению цен. При этом нельзя не отметить, что вопреки ожиданиям, удешевление фруктов и овощей, обычно обеспечивающее основной дезинфляционный эффект, замедлилось до -1,1% (против -1,6% неделей ранее), что окончательно развеяло надежды на какую-либо заметную дефляцию в последнюю неделю июля. На этом фоне еще одной причиной улучшения недельной инфляции могло стать только замедление роста цен на непродовольственные товары и потребительские услуги, тогда как препятствием для улучшения инфляционной динамики в этих сегментах становится возобновление ослабления рубля. В итоге, июльская инфляция, скорее всего, составит около 0,8-0,9% (на данный момент с начала месяца 0,9%), что будет означать ее всплеск в июле до ~15,8% г./г. после того, как она опустилась до 15,3% г./г. в июне.

Между тем, шансы на умеренную дефляцию в августе (около -0,2%) велики, и именно с августа должно начаться резкое замедление инфляции в годовом выражении (в т.ч. из-за сравнения с высокой базой аналогичного периода 2014 г.). Кроме того, в недавних комментариях ЦБ дал понять, что видит перспективы дальнейшего замедления трендовой инфляции (отражает монетарные инфляционные риски) при том что, инфляционные ожидания в июне выросли не слишком существенно. В совокупности это не создает серьезных поводов для паузы в снижении ключевой ставки, тогда как на необходимость ее снижения указывает продолжающаяся рецессия и тот факт, что уже случившееся снижение ставки с начала года (на 5,5 п.п. до 11,5%) не привело к какой-либо значимой активизации кредитования. Таким образом, с одной стороны остаются явные предпосылки для дальнейшего снижения ставки, с другой стороны, до конца года смягчение процентной политики едва ли будет существенным, поскольку последние высказывания ЦБ указывают на возросшие инфляционные опасения регулятора.

Тем не менее, анонсированное вчера решение ЦБ о приостановке покупок валюты для пополнения международных резервов мы все же не расцениваем как сигнал к паузе в снижении ставки. Вполне вероятно, что Банк России сознательно ослабил давление на валютный рынок, подготавливая возможность для небольшого снижения ключевой ставки на завтрашнем заседании (снижение ставки само по себе создает хотя и небольшое, но негативное влияние на рубль, а следовательно, на инфляцию). За вчерашний день рубль против доллара с расчетами "на завтра" смог укрепиться более чем на 2% (> 1 рубль), составляя 58,67 руб. на закрытие. Мы по-прежнему ожидаем, что ЦБ примет компромиссное решение и снизит завтра ставку на символические 50 б.п. При этом в сценарии паузы в смягчении монетарной политики (который мы считаем менее вероятным) мы видим потенциал для ее снижения в оставшиеся месяцы года на 150 б.п. к уровню 10%.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

НОВАТЭК: рост добычи компенсировал падение цен

Рентабельность по EBITDA упала до 33,1% из-за снижения цен на нефть и роста закупок сырья для реализации и переработки

Вчера НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2015 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Рентабельность по EBITDA сократилась с 41,7% во 2 кв. 2014 г. до 33,1% во 2 кв. 2015 г., но сам показатель вырос на 1% г./г. до 37,1 млрд руб. При этом долговая нагрузка практически не изменилась, составив 1,4х Чистый Долг/EBITDA. Свободный денежный поток достиг внушительных 15 млрд руб. (+3,6х г./г.). Несмотря на падение цен на нефть и девальвацию рубля, компании удалось увеличить г./г. основные финансовые показатели за счет существенного наращивания производства высокорентабельных жидких углеводородов, в то время как рост добычи газа был значительно ниже. Мы считаем, что, даже несмотря на санкции, компания находится в устойчивом финансовом положении, что также подтверждено действиями французской Total (акционер и основной партнер НОВАТЭКа), которая возобновила скупку акций НОВАТЭКа с рынка (увеличив свою долю в компании до 18,64%). Вероятно, эти действия Total означают, что основной партнер убедился в том, что санкции не являются препятствием для реализации крупного проекта по экспорту сжиженного газа - Ямал СПГ. Возможно, уже на сегодняшней телеконференции менеджмент компании объявит о завершающей стадии в подписании сделки с кредиторами о проектном финансировании Ямал СПГ. Валютой финансирования вполне могут быть евро и юани.

В целом мы уверены, что НОВАТЭК способен обеспечить свою консолидированную инвестиционную программу (50 млрд руб. на 2015 г.), выплату дивидендов (~16 млрд руб. в год) и погашение задолженности за счет собственных средств (краткосрочный долг - 86 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	2 кв. 2014	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	112 244	88 370	+27%	225 986	177 046	+28%
EBITDA	37 123	36 889	+1%	81 513	75 160	+8%
Рентабельность по EBITDA	33,1%	41,7%	-8,6 п.п.	36,1%	42,5%	-6,4 п.п.
Чистая прибыль	41 920	31 950	+31%	72 995	57 105	+28%
Чистая рентабельность	37,3%	36,2%	+1,1 п.п.	32,3%	32,3%	0 п.п.
Операционный денежный поток	30 447	23 775	+28%	70 164	51 252	+37%
Капвложения	15 251	19 576	-22%	29 745	33 303	-11%
Свободный денежный поток	15 196	4 199	+3,6х	40 419	17 949	+2,2х
в млн руб., если не указано иное	30 июня 2015			31 марта 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	242			259		-7%
Краткосрочный долг	86			89		-3%
Долгосрочный долг	156			171		-8%
Чистый долг	204			207		-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,42х			1,44х		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

План по добыче может быть повышен

Во 2 кв. 2015 г. НОВАТЭК увеличил добычу газа на 10,8% г./г. до 16,9 млрд куб. м, а добычу жидких углеводородов - на существенные 59% г./г. до 2,2 млн тонн. Рост был обеспечен в основном за счет СП с Газпром нефтью - СеверЭнергией. Кроме того, СП с Total - Тернефтегаз - начало с мая добычу газа и газового конденсата. На наш взгляд, увеличение добычи и переработки жидких углеводородов останется основным драйвером роста финансовых показателей компании в 2015-2016 гг. Напомним, в 2015 г. НОВАТЭК планирует увеличить добычу газа на 6% г./г., а жидких углеводородов - на 40% г./г. Мы не исключаем, что план по добыче жидких углеводородов будет повышен.

Рентабельность по EBITDA сократилась на 9 п.п. г./г.

Рентабельность по EBITDA сократилась с 41,7% во 2 кв. 2014 г. до 33,1% во 2 кв. 2015 г. Негативное влияние оказали рост налоговой нагрузки (увеличение НДС), падение рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов из-за снижения цен на нефть, а также увеличение расходов на закупку сырья для переработки и перепродажи. Но стоит отметить, что сам показатель EBITDA не сократился г./г. Более того, рентабельность в выражении EBITDA/барр. н.э. даже выросла на 8% г./г. до 419 руб./барр. н.э. собственной добычи.

**Капвложения резко
сокращаются**

Капитальные вложения во 2 кв. сократились на 22% г./г. до 15,3 млрд руб., что вкпе с ростом операционного денежного потока позволило сгенерировать существенный свободный денежный поток в размере 15,2 млрд руб. В 2015 г. компания планирует сократить капитальные вложения на ~15% до 50 млрд руб. У нас не вызывает сомнений возможность НОВАТЭКа финансировать консолидированную инвестиционную программу, риски возможны лишь в отношении финансирования СПГ проекта на Ямале. Но мы полагаем, что сделка по проектному финансированию будет закрыта уже в ближайшие месяцы. Более того, очевидно, что стратегический проект будет поддержан государством. Напомним, правительство уже одобрило выделение 150 млрд руб. из ФНБ на финансирование Ямал СПГ, половина этих средств уже была получена в феврале 2015 г.

**Бонды НОВАТЭКа с
учетом санкций
справедливо оценены**

Бонды НОВАТЭКа выглядят справедливо оцененными, котируясь с небольшим дисконтом к бумагам Роснефти (отметим, что НОВАТЭК, также как и Роснефть, находится под санкциями США, но в отличие от Роснефти компания не находится под санкциями ЕС). Спред NVTKRM 21 - RUSSIA 20 составляет 202 б.п., что ниже полугодичного среднего 250 б.п. и близко к уровням прошлого года (после введения санкций). Сужение спреда (до нормальных 100-130 б.п.) может произойти лишь в случае ослабления/отмены санкций.

Андрей Полищукandrey.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 мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#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 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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
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.