



7 марта 2017 г.

## Мировые рынки

### США беспокоят торговые дисбалансы, однако доллар продолжает укрепляться

В отсутствие значимых новостей на финансовых рынках вчера произошла небольшая коррекция (американские индексы просели на 0,3%), негативное влияние оказывает неопределенность относительно налоговой реформы (прежде всего, увеличение таможенной пошлины на импорт), однако инвесторы по-прежнему уверены в том, что реализован будет тот вариант, при котором весь корпоративный американский сектор выиграет. В то время как для большинства инвесторов повышение ставки в марте на 25 б.п. является уже решенным вопросом (расклад может изменить лишь слабый отчет по рынку труда, который выйдет в пятницу), неопределенность представляет итог заседания в июне, вероятность повышения ставки на нем оценивается всего в 40%. Источниками неопределенности являются бюджетная политика в США, а также продолжающееся укрепление доллара (индекс DXY вблизи локального максимума), которое не способствует увеличению сальдо торгового баланса США. Кстати говоря, в СМИ появились высказывания одного из советников Д. Трампа относительно предстоящих переговоров с Германией с целью сократить торговый дефицит США с Германией (в 2016 г. он составил 65 млрд долл.). По мнению США одной из причин столь большого дефицита является возмещение НДС немецким экспортерам (чего нет в США), а также чрезмерно слабый евро. Хотя, по мнению других экспертов, основной причиной большого сальдо торгового баланса Германии (253 млрд евро в 2016 г.) является слишком низкий импорт, обусловленный высоким уровнем сбережений/низким уровнем инвестиций (есть предложения сократить налоги для стимулирования инвестиций).

## Валютный и денежный рынок

### Низкие ставки не позволяют снизить лимит на депозитном аукционе

ЦБ сохранил объем абсорбирования избыточной ликвидности на сегодняшнем депозитном аукционе, установив лимит в 780 млрд руб. Мы полагаем, что главным образом это связано с необходимостью пролонгировать больший объем депозитов банков (на текущей неделе погашается объем в 780 млрд руб.), в то время как прогнозируемый Банком России приток средств за счет автономных факторов (бюджет и наличность) в целом, вероятно, сохранился на уровне предыдущей недели. Впрочем, отметим, что хотя приток ликвидности в систему в целом остается большим, сохранение высокого лимита на депозитном аукционе, скорее всего, обусловлено, в том числе, низкими ставками МБК: так ЦБ старается не допустить их дальнейшего снижения.

## Рынок корпоративных облигаций

### Ростелеком: риск консолидации Теле2 растет

Ростелеком (BB+/-/BBB-) вчера опубликовал результаты за 2016 г. и озвучил достаточно консервативный прогноз по финансовым показателям на 2017 г. (рост выручки на 1% г./г., OIBDA - в пределах 1% г./г.), который с учетом дивидендной политики, подразумевающей повышение дивидендов каждый год, практически не оставляет возможностей для снижения долговой нагрузки. По итогам 2016 г. коэффициент Чистый долг/OIBDA находился на уровне 1,8х, и менеджмент ожидает, что долговая нагрузка должна остаться стабильной. Помимо публикации результатов новый директор Ростелекома М. Осеевский заявил, что рассматривается возможность получения контроля в Теле2, однако речь не обязательно идет о приобретении 100%. Тем не менее, даже без учета оплаты доли в Теле2, какой бы она ни была, консолидация актива увеличила бы долговую нагрузку объединенной компании по итогам 2016 г. до 2,7х, а свободный денежный поток оказался бы отрицательным. Руководство Ростелекома ожидает улучшения финансовых показателей Теле2 в 2017 г., поэтому результат при консолидации по итогам 2017 г. может оказаться лучше, однако долговая нагрузка Теле2 в абсолютном выражении все равно остается высокой и приведет к увеличению лeverеджа даже при росте OIBDA.

### НЛМК: цены на сырье и низкий сезон обеспечили слабые результаты. См. стр. 2

НЛМК (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО, которые обусловлены 1) сезонным снижением объемов продаж в России, 2) ухудшением структуры продаж и 3) сужением ценового спреда "металлопродукция-сырье". Выручка снизилась на 12% кв./кв., EBITDA - на 23% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 3,9 п.п. до 26,4%. С точки зрения кредитного профиля компания по-прежнему демонстрирует высокий уровень устойчивости: долговая нагрузка остается низкой - 0,4х Чистый долг/EBITDA, краткосрочный долг - всего 468 млн долл.; весь долг НЛМК (2,3 млрд долл.) на 123% покрывается денежными средствами (610 млн долл.), депозитами (898 млн долл.) и доступными кредитными линиями (1,19 млрд долл.). Компания также провела День инвестора, на котором сообщила о планах по расширению производства (на 1 млн т к 2019 г., возможно еще на 1,2 млн т к 2022 г.), сохранении дивидендов на высоком уровне и комфортном для компании Чистый долг/EBITDA 1,0-1,5х, что предполагает его потенциальное повышение с текущих 0,4х. Евробонды NLMK 19 (YTM 2,83%), 23 (YTM 4,19%) котируются на кривой Лукойла и Газпрома. Лучшей им альтернативой являются долларовые SIBNEF 23 (YTM 4,62%), а также номинированные в евро GAZPRU 20 (YTM 3,76%).

## НЛМК: цены на сырье и низкий сезон обеспечили слабые результаты

### Слабые результаты в 4 кв.

НЛМК (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО, которые обусловлены 1) сезонным снижением объемов продаж в России (-21% кв./кв.); 2) ухудшением структуры продаж (снижением доли завершенной продукции на 4 п.п. кв./кв., что частично может объясняться высокой базой 3 кв., когда были признаны продажи завершенной продукции, законтрактованные в предыдущие периоды) и 3) сужением ценового спреда "металлопродукция-сырье".

### С точки зрения кредитного профиля - высокий уровень устойчивости

Выручка снизилась на 12% кв./кв., EBITDA - на 23% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 3,9 п.п. до 26,4%. С точки зрения кредитного профиля компания по-прежнему демонстрирует высокий уровень устойчивости: долговая нагрузка остается низкой - 0,4х Чистый долг/EBITDA, краткосрочный долг - всего 468 млн долл.; весь долг компании (2,3 млрд долл.) на 123% покрывается денежными средствами (610 млн долл.), депозитами (898 млн долл.) и доступными кредитными линиями (1,19 млрд долл.).

Компания также провела День инвестора, на котором сообщила о планах по расширению производства (на 1 млн т к 2019 г., возможно еще на 1,2 млн т к 2022 г.), сохранении дивидендов на высоком уровне и комфортном для компании Чистый долг/EBITDA 1,0-1,5х, что предполагает его потенциальное повышение с текущих 0,4х.

### Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	1 965	2 225	-12%	7 636	8 008	-5%
EBITDA	518	673	-23%	1 941	1 948	0%
Рентабельность по EBITDA	26,4%	30,3%	-3,9 п.п.	25,4%	24,3%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	309	387	-20%	939	968	-3%
Операционный поток	392	562	-30%	1 695	1 651	+3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	41	-42	-	-309	-1 399	-78%
Капвложения	-175	-104	+68%	-559	-595	-6%
Финансовый поток	-322	-324	-1%	-1 119	-378	+3,0х

  

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 269	2 498	-9%
Краткосрочный долг	468	386	+21%
Долгосрочный долг	1 801	2 112	-15%
Чистый долг*	761	771	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,4х	0,4х	-

\* За вычетом накопленных денежных средств и эквивалентов, а также депозитов, по нашим расчетам

\*\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Выручка снижалась во всех сегментах, кроме сырьевого и европейских активов

Выручка в ключевом сегменте "Плоский прокат Россия" сократилась на 12% кв./кв. до 1,4 млрд долл. из-за падения объемов продаж на 12% кв./кв. при повышении средней цены на продукцию НЛМК на 1-5% кв./кв. на внутреннем рынке и экспортных цен на 4-20% (FOB Черное море). Эффект роста цен был частично нивелирован ухудшением структуры продаж, а также лагом в признании экспортных продаж в условиях растущих цен.

В сегменте "Сортовой прокат Россия" выручка снизилась на 10% кв./кв. до 366 млн долл. (в том числе от продажи внешним клиентам - на 19% кв./кв.) на фоне сезонного сокращения объемов реализации на 22% кв./кв.

Выручка в сырьевом сегменте, напротив, повысилась на 3% кв./кв. до 175 млн долл. за счет резкого роста цен на железную руду (22% кв./кв.) при снижении объемов продаж на 6% кв./кв.

Теперь компания разбивает зарубежные активы на активы в США и европейские предприятия. В США в 4 кв. снижались как объемы продаж (-5% кв./кв.), так и цены - на 5-8%, что привело к сокращению выручки на 14% кв./кв. до 282 млн долл. В Европе, напротив, объемы реализации выросли на 25% кв./кв., цены - на 3-14%, выручка повысилась на 28% до 90 млн долл.

Показатель EBITDA в 4 кв. во всех сегментах, кроме сырьевого, снижался из-за резкого роста цен на коксующийся уголь (более чем вдвое кв./кв.) и железную руду (22% кв./кв.), что

**ЕБИТДА и маржа снижались во всех сегментах, кроме сырьевого**

способствовало более медленному повышению цен на металлопродукцию, однако ценовой спред "металлопродукция-сырье" сузился существенно. Денежная себестоимость сляба выросла на 12% кв./кв. до 224 долл./т. В российском стальном сегменте показатель ЕБИТДА упал на 31% кв./кв., рентабельность на 6 п.п. до 23%, в сортовом сегменте - на 19% кв./кв., рентабельность - на 1 п.п. до 11%, в США этот показатель упал на 52%, маржа - на 10 п.п. до 13%, в ЕС активы вновь стали убыточными на уровне ЕБИТДА (-0,7 млн долл. против прибыли 0,3 млн долл. в 3 кв.). В сырьевом дивизионе ЕБИТДА повысился на 4%, рентабельность осталась на уровне 54%.

В связи с продолжившимся ростом цен на сталь в 1 кв. 2017 г. (8% с начала года, а если учитывать лаг, то с 3 кв. цены выросли на 28%) спред между ценами на сталь и сырье расширился, что будет способствовать повышению рентабельности НЛМК, тем не менее, существенная коррекция спотовых цен на коксующийся уголь (-35%) повысит маржу лишь во 2 кв. (т.к. в 1 кв. пока действуют повышенные контрактные цены).

**Капвложения в 2017 г. вырастут, могут быть профинансированы за счет собственных средств**

Операционный денежный поток за 4 кв. упал на 30% до 392 млн долл., в том числе, из-за инвестиций в оборотный капитал 68 млн долл. (1 млн долл. кварталом ранее) в результате роста запасов (неблагоприятные погодные условия способствовали накоплению продукции компании в портах). Капвложения в 4 кв. ожидаемо выросли до 175 млн долл., что соответствовало выполнению годовой инвестпрограммы (559 млн долл., план - 600 млн долл.). В 2017 г. капзатраты запланированы в объеме 700 млн долл. (из них на поддержание мощностей - 300 млн долл.), их рост обусловлен запуском программы капитальных ремонтов доменных и конвертерных печей (150 млн долл. в год до 2022 г.). Капвложения могут быть свободно профинансированы из операционного денежного потока (1,7 млрд долл. в 2016 г.).

**Компания представила планы по наращиванию производства**

В планах НЛМК нарастить производство стали на Липецкой площадке на 1 млн т к 2019 г., совокупные инвестиции оцениваются в 400-500 млн долл., эффект на ЕБИТДА - 100-150 млн долл. Также рассматривается возможное увеличение производства еще на 1,2 млн т до 15,2 млн т в 2022 г. За счет новых объемов слябов компания собирается наращивать поставки на свои зарубежные активы, которые недозагружены, а также не исключает в перспективе потенциальные покупки прокатных мощностей.

Евробонды NLMK 19 (YTM 2,83%), 23 (YTM 4,19%) котируются на кривой Лукойла и Газпрома. Лучшей им альтернативой являются долларовые SIBNEF 23 (YTM 4,62%), а также номинированные в евро GAZPRU 20 (YTM 3,76%).

**Ирина Ализаровская**  
irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900 (8674)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

### Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

### Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

### Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

### Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

### Бюджетная политика

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

### Банковский сектор

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



# #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	Global Ports
------------	--------------

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
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.