



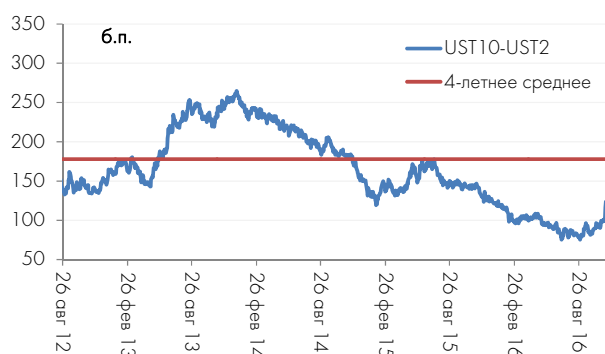
14 ноября 2016 г.

Мировые рынки

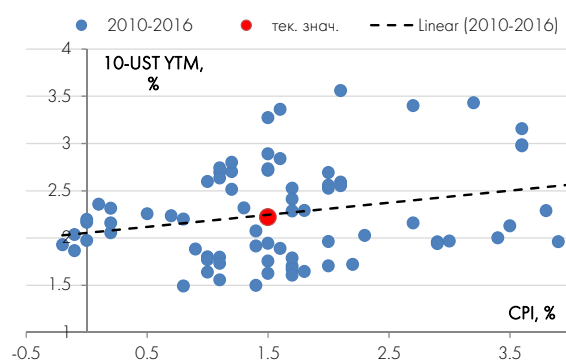
Кривая UST нормализуется в ожидании роста заимствований

Убеждение инвесторов в том, что политика Д. Трампа неизбежно приведет к росту инфляции, продолжило толкать доходности длинных UST вверх: по итогам прошлой недели они выросли почти на 40 б.п. до YTM 2,21%. По оценкам Мичиганского университета, инфляционные ожидания на горизонте 5-10 лет повысились в ноябре на 30 б.п. до 2,7%. В то же время, согласно фьючерсам, наибольшую вероятность имеет событие, при котором ключевая ставка будет повышена 1 раз в декабре 2016 г. и лишь 1 раз в 2017 г. (до 0,75%). По-видимому, помимо инфляционных ожиданий, инвесторы закладывают в цены и существенное увеличение предложения госбумаг США в среднесрочной перспективе для финансирования фискальных стимулов, обещанных новым президентом (в т.ч. инфраструктурные проекты, снижение налоговой нагрузки). С точки зрения влияния на долговой рынок, это эквивалентно тому, как если бы ФРС объявил о распродаже из своего портфеля ранее выкупленных гособлигаций. До выборов кривая UST была экстремально плоской, а теперь возвращается к нормальной форме (в условиях нормализации монетарной политики): спред UST10-UST2 составляет 125 б.п. против 4-летнего среднего в 180 б.п., что оставляет потенциал для дальнейшего повышения доходностей 10-летних UST еще на 50 б.п. (до YTM 2,7%). Но не факт, что эффект от бюджетных стимулов сильно проявится в инфляции и ускорит экономический рост (их еще не было, а стоимость заимствований уже заметно возросла), чему также не способствует наблюдающееся укрепление доллара. Остановить падение цен на долговом рынке могли бы запланированные на этой неделе выступления членов ФРС.

Нормализация кривой UST...



... вместе с инфляционными ожиданиями



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

На российском рынке еврообондов продолжилось падение цен (Russia 42, 43 обесценились еще на 2 п.п.), в условиях негативной динамики базовых активов и коррекции нефти. Все меньше уверенности в том, что в новых политических реалиях странам-производителям удастся договориться об ограничении добычи нефти.

Валютный и денежный рынок

Депозитный аукцион ЦБ и приближение налогов будут удерживать ставки выше ключевой

Структурный профицит ликвидности постепенно перестает быть «робким», по мере того, как объем депозитов в ЦБ все больше превышает задолженность банков перед регулятором. Так, если в понедельник на прошлой неделе эта разница составляла 25 млрд руб., то к моменту завершения периода усреднения в среду достигла 800 млрд руб. Это способствовало тому, что ставки МБК держались ниже ключевой несколько дольше, чем мы ожидали (в понедельник и вторник RUONIA находилась на уровне 9,2-9,4%), и мотивировало ЦБ провести депозитные операции «тонкой настройки». Мы полагаем, что такой всплеск избыточной ликвидности был связан с тем, что достаточный для усреднения объем корсчетов был накоплен заранее – это и явилось причиной размещения свободных средств банков на депозитах. При этом, даже после нормализации корсчетов (на уровне 1,8 трлн руб.) и ставок (RUONIA 10%) с завершением периода усреднения, профицит ликвидности сохранился (на начало сегодняшнего дня депозиты банков превышают задолженность перед ЦБ на 114 млрд руб.). На этой неделе, как мы полагаем, ЦБ проведет очередной депозитный аукцион. По нашим оценкам, приток ликвидности за счет автономных факторов с 16 по 22 ноября сократится по сравнению с прошлой неделей. Так, мы ожидаем снижения поступлений по бюджетному каналу (до 100-150 млрд руб. в среднем за неделю), во-первых, в связи с тем, что начинается налоговый период, а во-вторых, из-за того, что Казначейство сократило объем размещаемых депозитов (на 150 млрд руб.). Рост наличности в обращении, по нашим расчетам, останется умеренным (-30 млрд руб.). На фоне слабого притока ликвидности ее абсорбирование на аукционе должно удерживать ставки выше ключевой, как минимум, в течение предстоящей недели.

Рынок корпоративных облигаций

Роснефть: дивиденды и приватизация ведут к росту долговой нагрузки. См. стр. 2

Роснефть: дивиденды и приватизация ведут к росту долговой нагрузки

Рентабельность по EBITDA упала до 21%

В пятницу Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально (еще не учитывают показатели Башнефти, покупка которой состоялась после отчетной даты, 12 октября). Выручка кв./кв. сократилась лишь на 1%, но EBITDA упала более существенно - на 19% кв./кв. из-за роста экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Несмотря на это, Роснефти удалось сгенерировать небольшой положительный поток в 12 млрд руб. Тем не менее, Чистый долг увеличился на 11%, т.к. Роснефть в 3 кв. выплатила дивиденды на 125 млрд руб. В результате долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/EBITDA увеличилась до 1,95х с 1,64х. Из операционных результатов стоит отметить продолжение роста добычи на зрелых активах Юганскнефтегаза, что существенно снижает риски падения добычи компании в целом.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	1 223	1 232	-1%	3 503	3 866	-9%
EBITDA	260	320	-19%	818	820	-0%
Рентабельность по EBITDA	21,3%	26,0%	-4,7 п.п.	23,4%	21,2%	+2,1 п.п.
Чистая прибыль	30	87	-66%	135	303	-55%
Чистая рентабельность	2,5%	7,1%	-4,6 п.п.	3,9%	7,8%	-4,0 п.п.
Операционный поток	172	148	+16%	530	1 892	-72%
Капитальные вложения	- 160	- 162	-1%	-478	-403	+19%
Свободный денежный поток	12	- 14	н/а	52	1 489	-97%
в млрд руб., если не указано иное						
	30 сент. 2016			30 июня 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 927			2 939		-0%
Краткосрочный долг	947			844		+12%
Долгосрочный долг	1 980			2 095		-5%
Чистый долг	2 081			1 874		+11%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,95х			1,64х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Юганскнефтегаз
продолжает
наращивать добычу

В 3 кв. 2016 г. добыча жидких углеводородов увеличилась на 1% кв./кв., главным образом, благодаря восстановлению показателей Юганскнефтегаза, который увеличил добычу на 1,8% кв./кв. Стоит отметить увеличение производства на активах Ванкорнефти на 1,2%. Увеличилось и производство нефтепродуктов в РФ - на 10,4% до 20,94 млн тонн. Вполне вероятно, что Роснефть продолжит увеличивать добычу небольшими темпами за счет активизации бурения на зрелых активах.

Рост пошлин сократил
рентабельность

В 3 кв. снижение рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов из-за роста экспортных пошлин привело к падению EBITDA на 19%, а рентабельность по этому показателю снизилась до 21,3% с 26,0% во 2 кв. Так, расходы по уплате экспортных пошлин достигли 184 млрд руб. (+30% кв./кв.). Давление оказало и увеличение производственных расходов на 7,3% до 132 млрд руб.

Капвложения все еще
отстают от плана

Капитальные вложения не выросли, составив 160 млрд руб. за квартал. В итоге за 9М 2016 г. они достигли лишь 478 млрд руб. (+19% г./г.), тогда как менеджмент планировал на 2016 г. суммарные инвестиции в основные средства около 900 млрд руб. Стоит ожидать, что по итогам года капвложения Роснефть в очередной раз окажутся ниже запланированного уровня.

На конец 3 кв. на счетах Роснефти было 846 млрд руб. денежных средств и их эквивалентов (включая краткосрочные депозиты), что на 90% покрывает краткосрочный долг в размере 947 млрд руб. С учетом прочих оборотных средств и долгосрочных депозитов общая сумма ликвидных средств превышала 1,2 трлн руб. В целом (без учета валютной структуры) этой суммы достаточно, чтобы оплатить госпакет Башнефти (за 330 млрд руб.), выкупить миноритарных акционеров Башнефти (за 64 млрд руб., а с учетом доли Башкортостана Роснефть может потратить максимум

206 млрд руб.) и собственный пакет акций у Роснефтегаза (за 711 млрд руб.).

При этом 4 кв. Роснефти необходимо погасить долг в размере 3,8 млрд долл., а в 2017 г. - 12,9 млрд долл. Кроме опции рефинансирования и погашения за счет собственных средств от операционной деятельности, Роснефть может направить на эти цели часть средств от продажи долей в добывающих активах. Так, в 4 кв. компания закрыла ряд сделок на общую сумму ~4 млрд долл. (258 млрд руб. по курсу на даты закрытия сделок). Однако большая часть из них (~3,5 млрд долл.) может уйти на покупку 49% индийской Essar Oil. Но компания продолжает подписывать новые договоры на продажу долей в своих активах. Так, недавно Роснефть и Beijing Gas подписали соглашение о продаже 20% в Верхнечонскнефтегаз. Цена сделки может составить 1,1 млрд долл.

Так или иначе, все еще неизвестно, будет ли Роснефть покупать свой пакет целиком, и какие средства будут на это направлены. В СМИ обсуждается даже возможность финансирования сделки самим Роснефтегазом, у которого на конец 2016 г. может скопиться ~544 млрд руб.

**Подготовка к
"автоприватизации"
оказывает рублю
временную поддержку**

На отчетную дату (30 сентября) на рублевых счетах Роснефти (денежные средства и остатки на депозитах) находилось 196 млрд руб., при этом на покупку пакета акций Башнефти (сделка была закрыта 12 октября) было потрачено 329,7 млрд руб., т.е. на середину октября у Роснефти, как мы и предполагали, скорее всего, не осталось ликвидных средств, номинированных в рублях. По-видимому, в последнее время Роснефть активно конвертировала/все еще конвертирует свою валютную ликвидность (10,26 млрд долл.) для аккумулирования рублевых средств под "автоприватизацию". Для уплаты в бюджет ~711 млрд руб. (в рублях), даже если предположить, что все средства на счетах Роснефтегаза номинированы в рублях, Роснефти необходимо перечислить в рублях 167 млрд руб. (остальную часть в валюте), что соответствует конвертации 100-120 млн долл. в день. Это, с одной стороны, временно снижает чувствительность курса рубля к нефти, а с другой усиливает дефицит долларовой ликвидности (сильный рубль не способствует падению импорта), который может проявиться в декабре на пике выплат по внешнему долгу российскими заемщиками. До конца года мы ожидаем повышение рублевой стоимости нефти (>3100 руб.) и расширение IRS-CCS.

**Ожидаем повышение
доходностей
российских
евробондов**

В условиях повышения долларовых ставок в российских бумагах происходит заметная коррекция, при этом бумаги 1-го эшелона могут также сильно пострадать, учитывая весьма узкие спреды к суверенным бондам РФ (ROSNRM 22- Russia 22 составляет около 107 б.п.). Мы ожидаем дальнейшее повышение доходностей.

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

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



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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.