



15 ноября 2017 г.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы: Минфин сократил дюрацию и объем предложения в ответ на конъюнктуру

Сегодня предлагаются относительно свежий 4-летний выпуск ОФЗ 25083 (в обращении находится всего 30 млрд руб.) и ОФЗ 29012 с плавающим купоном (6M RUONIA + 40 б.п.) по 10 млрд руб. каждый. Такой объем предложения - самый низкий с начала года. По-видимому, выбор в пользу бумаг с относительно низкой дюрацией и сокращение предложения обусловлены заметным ухудшением конъюнктуры не только на локальном рынке, но и на других GEM. За неделю с предыдущего аукциона давление продавцов ОФЗ усилилось, что транслировалось в сдвиг кривой ОФЗ вверх на 5-10 б.п., доходность самого длинного выпуска 26221 превысила YTM 7,9%, а 10-летнего 26207 - YTM 7,7% (для сравнения - минимум в этом году составлял YTM 7,46%). Локальные долги GEM также дешевели в ответ на параллельное повышение доходностей UST (+8 б.п.), хуже рынка выглядели бумаги ЮАР и Турции. В настоящий момент помимо возможного введения санкций на госдолг РФ (некоторые участники уже рассматривают эту возможность как базовый сценарий) и снижения аппетита иностранцев в целом к долгам GEM (приближающаяся перспектива повышения долларовой ставки способствует сокращению позиций carry-trade) для держателей ОФЗ риск представляет ослабление рубля в условиях начавшейся коррекции нефти. Мы не видим спекулятивного интереса для участия в размещении 25083 (YTM 7,57%), который, скорее всего, не вызовет интерес и у крупных госбанков, принимая во внимание произошедший в сентябре рост задолженности перед Минфином (под 8%+ год.). Плавающие выпуски остаются под давлением продавцов, но 29012 по-прежнему выглядит дорого, котируясь (103,5% от номинала) с дисконтом ~30 б.п. к 6M OIS. Мы считаем, что выпуск должен стоить на 1,5 п.п. дешевле (но именно плавающие бумаги являются наиболее защищенными от риска санкций, т.к. в них почти нет нерезидентов).

## Рынок корпоративных облигаций

### МТС: обратный выкуп акций мешает снижению долговой нагрузки

Компания МТС (BB+/-/BB+) вчера опубликовала сильные результаты за 3 кв. 2017 г. и повысила нижнюю границу прогноза роста OIBDA в 2017 г. с 4% г./г. до 5% г./г. С точки зрения долга это улучшение нивелируется выкупом акций (до 20 млрд руб.). В результате, по нашим оценкам, долговая нагрузка вырастет с 1,1х до 1,3х к концу года. Основной причиной впечатляющих результатов стал сегмент предоставления услуг сотовой связи в РФ: рост выручки составил 4,4% г./г., а рентабельность по OIBDA - 43,8%, чего не наблюдалось на протяжении 2 лет. С учетом сопоставимых результатов VEON в РФ можно констатировать, что отмена безлимитных тарифов всеми операторами в начале 2017 г. принесла плоды. Тем не менее, по поводу будущего менеджмент МТС высказывается осторожно, отмечая, что конкурентное давление заметно, и ожидать значительного роста ARPU не стоит. С другой стороны, улучшение рентабельности по-прежнему возможно за счет оптимизации розничной сети салонов связи, к которой компания планирует приступить после завершения раздела Евросети между МегаФоном и VEON, ожидаемого в 1П 2018 г. МТС также сообщила о прекращении деятельности в Туркменистане, где национальный оператор Туркментелеком отключил МТС от доступа к международной связи и сети Интернет (в связи с этим произведены списания на 1,1 млрд руб.). Доля Туркменистана в выручке и OIBDA МТС составляла <1%, и уход с рынка не скажется на финансовых показателях оператора. MOBTEL 20 (YTM 3,06%) торгуется с дисконтом всего 30 б.п. к VIP-GTN 20, а MOBTEL 23 (YTM 4,22%) с премией 10 б.п. к старшему VIP 23, несмотря на более высокое кредитное качество МТС.

### Роснефть: долг растет из-за M&A и выдачи авансов

Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала нейтральные результаты за 3 кв. 2017 г. Мы отмечаем, что за квартал чистый долг увеличился на 632 млрд руб. до 3,6 трлн руб., в первую очередь, из-за приобретения Essar Oil (3,6 млрд долл., 300 млн долл. оплачено в 2016 г.) и авансовых платежей Курдистану за поставки нефти на 1,3 млрд долл. Чистый долг/LTM EBITDA вырос лишь до 2,6х (с 2,3х) благодаря улучшению прибыльности. При увеличении выручки на 7% кв./кв. EBITDA в 3 кв. повысилась на 21% кв./кв. за счет роста рублевых цен на нефть (6% кв./кв.), снижения экспортных пошлин (-6% кв./кв.) и оптимизации операционных затрат (-3% кв./кв.). Рентабельность по EBITDA достигла 25%. Свободный денежный поток (после процентов и исключая эффект предоплат по долгосрочным контрактам) вновь был отрицательным (-66 млрд руб. против -23 млрд руб. во 2 кв.) в основном из-за инвестиций в оборотный капитал. Без этого эффекта свободный поток достиг 29 млрд руб. (16 млрд руб. во 2 кв.). Менеджмент заявил о сокращении плана капвложений на 2017 г. с 1 трлн руб. до 900 млрд руб. За 9М уже инвестировано 630 млрд руб., оставшаяся сумма, по нашим оценкам, может быть покрыта за счет операционного потока (без учета предоплат). На конец 3 кв. общий долг составлял 3,85 трлн руб., в т.ч. 1,8 трлн руб. - валютный. Мы обращаем внимание на значительный объем краткосрочного долга (2,32 трлн руб.). В предположении сохранения соотношения рублевого/валютного долга в краткосрочной части (данные не раскрываются) в следующие 12М необходимо погасить валютных кредитов на ~1 трлн руб. (17,6 млрд долл. по текущему курсу). Денежные средства и краткосрочные финансовые активы составляют 1,05 трлн руб. (723 млрд руб. в долл. и евро). Свободный денежный поток (после уплаты процентов) в 2018 г. мы оцениваем в 3-4 млрд долл. Кроме того, задолженность может быть частично покрыта новыми авансами китайской стороны. Рублевый долг может быть рефинансирован российскими банками.



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. — результат временных факторов

### Рынок облигаций

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

Иностранный спрос давит на кривую ОФЗ

Сильное замедление инфляции вызвало ралли в ОФЗ

### Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

### Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

### Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция — не повод для агрессивного снижения ставки

### Денежный рынок

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

### Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

### Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субордов на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субордов Банка ФК Открытие, но держатели старых субордов имеют шанс на bail-out



# #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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 00

### Торговые операции

---

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

### Рынки долгового капитала

---

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

### Рынки акционерного капитала

---

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716

**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.