



17 марта 2016 г.

## Мировые рынки

### FOMC не решился повысить ключевую ставку, подкорректировав прогноз по рынку

По итогам заседания FOMC ключевая долларовая ставка осталась без изменения, при этом общий курс монетарной политики был скорректирован в сторону более умеренного повышения ключевой ставки. Теперь консенсус-прогноз FOMC (9 из 17 членов) предполагает ключевую ставку на уровне 0,75-1% в конце года (то есть 2 повышения по 25 б.п.), что соответствует рынку фьючерсов: вероятность повышения ставки в этом году составляет 70%, при этом основное распределение сосредоточено в диапазоне 0,5-1% (то есть не более чем на 50 б.п. в результате двух повышений в середине и конце года). В качестве обоснования действий в пресс-релизе были приведены риски, связанные со слабым состоянием глобальной экономики и финансовых рынков (хотя с момента предшествующего заседания американские акции просели лишь на 2%). Также отмечается, что при принятии решений в будущем ФРС будет исходить из влияния экономических условий на безработицу и инфляцию - довольно общая формулировка, которая не позволяет судить, насколько значимым для американского регулятора является замедление Китая и ситуация в ЕС. По-видимому, основной причиной изменившейся риторики ФРС является мягкая монетарная политика, проводимая регуляторами других стран (прежде всего, ЕЦБ), из-за которой более высокая долларовая ставка привела бы к укреплению доллара к основным мировым валютам. Это, в свою очередь, негативно сказалось бы на американском экспорте (и обрабатывающей промышленности), а также сделало бы более дешевым импорт (=дефляционные риски).

### Восстановление аппетита к риску и цен на нефть

Общий всплеск аппетита к риску по итогам FOMC позитивно отразился и на нефти, которая подорожала до 40,5 долл./барр., Brent. Кроме того, поддержку оказали вышедшие данные, свидетельствующие о продолжающемся снижении добычи нефти в США (до 9,1 млн барр. в сутки по сравнению с 9,6 млн барр. в июне 2015 г.), а также замедление недельного прироста нефти в хранилищах США. Новая дата переговоров стран-производителей по фиксации добычи нефти назначена на 17 апреля, и пройдут они предварительно в г. Доха.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы прошли без ажиотажа с небольшой премией к классическим бумагам

В результате вчерашних аукционов Минфину удалось реализовать весь предложенный объем ОФЗ 30 млрд руб. (при спросе 63,5 млрд руб.), для чего пришлось предоставить некоторую премию по длинным 26218 (доходность по цене отсечения составила YTM 9,57%, в то время как за день до аукциона доходности находились в диапазоне YTM 9,50-9,55%). Отсутствие агрессивного спроса свидетельствует о низких ожиданиях по снижению ключевой ставки на завтрашнем заседании ЦБ (согласно опросу брокера Tradition, 45 из 62 трейдеров не предполагают изменения ставки). По нашему мнению, текущие доходности классических ОФЗ уже соответствуют RUONIA на уровне 9% годовых (против текущих 11,1%), что предполагает ключевую ставку (РЕПО ЦБ) - 10%. По причине избытка рублевой ликвидности у крупных локальных банков, даже если ЦБ не снизит ставку, коррекция ОФЗ маловероятна, особенно учитывая позитивные настроения после решения FOMC (курс рубля устремился к отметке 68 руб./долл.). Сегодня 26218 котируется с YTM 9,29-9,33%. Отсечение заявок на покупку 29011 прошло на уровне 103,73%, что близко ко вторичному рынку. Мы считаем, что 29011 являются справедливо оцененными (нулевая премия к 6M OIS) с оцениваемой нами синтетической фиксированной доходностью 9,7%, что уже ниже депозитной ставки ЦБ.

## Рынок корпоративных облигаций

### Металлоинвест: сталь подвела. См. стр. 2

Металлоинвест (BB/Ba2/BB) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. и 2П 2015 г. Заметное снижение показателей произошло в последнем квартале года, когда существенно просели цены на более низкомаржинальные для компании сталь и чугун (-18% и 24% кв./кв., соответственно), составляющие до 50% выручки, а также на железную руду (14,5% кв./кв.), окатыши (-23% кв./кв.), ГБЖ (-20% кв./кв.), при незначительном ослаблении рубля (всего 5% кв./кв.). В итоге выручка упала на 20% кв./кв., EBITDA - на 45% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 10,4 п.п., из-за чего долговая нагрузка повысилась за 4 кв. с 2,0x до 2,5x Чистый долг/EBITDA LTM. В 2016 г. мы не ожидаем восстановления цен до уровня начала 2015 г., поэтому снижение EBITDA г./г., скорее всего, продолжится, что, в свою очередь, приведет к росту долговой нагрузки. При этом мы отмечаем комфортный график погашения долга и низкие риски рефинансирования. В сравнении с METINR 20 (YTM 6,2%) мы считаем интересными более короткие бумаги AFKSRU19 (YTM 5,8%), которые имеют меньший кредитный риск.

## Металлоинвест: сталь подвела

**Слабые результаты за 4 кв. 2015 г.**

Металлоинвест (BB/Ba2/BB) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. и 2П 2015 г. Заметное снижение показателей произошло в последнем квартале года, когда существенно просели цены на более низкомаржинальные для компании сталь и чугун (-18% и -24% кв./кв., соответственно), составляющие до 50% выручки, а также на железную руду (-14,5% кв./кв.), окатыши (-23% кв./кв.), ГБЖ (-20% кв./кв.), при незначительном ослаблении рубля (всего 5% кв./кв.).

В итоге выручка упала на 20% кв./кв., EBITDA - на 45% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 10,4 п.п., из-за чего долговая нагрузка повысилась за 4 кв. с 2,0x до 2,5x Чистый долг/EBITDA LTM. Краткосрочный долг, который представлен преимущественно евробондом METINR 16 (в обращении находятся бумаги на 697 млн долл.), полностью покрывается накопленной ликвидностью (824 млн долл.). Компания планирует погасить евробонд (в июле 2016 г.) из собственных денежных средств и рассматривает различные варианты рефинансирования долга 2017-2018 гг. (400 млн долл. и 700 млн долл., соответственно): после отчетной даты были размещены рублевые облигации на 5 млрд руб. (~70 млн долл.), а также привлечен долгосрочный PXF (2 транша 5 и 7 лет) на 400 млн долл.

### Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2П 2015	1П 2015	изм.
Выручка	871	1 085	-20%	1 956	2 438	-20%
EBITDA	199	361	-45%	560	872	-36%
Рентабельность по EBITDA	22,9%	33,3%	-10,4 п.п.	28,6%	35,8%	-7,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-189	-110	-	-299	517	-
Операционный поток	н/д	н/д	-	319	633	-50%
Инвестиционный поток, в т.ч.	н/д	н/д	-	-907	-80	+11,3x
Капвложения	111	107	+4%	218	198	+10%
Финансовый поток	н/д	н/д	-	487	-511	-
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.	30 июня 2015	изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	4 387	4 323	+1%	4 207	+4%	
Краткосрочный долг	706	856	-17%	413	+1,7x	
Долгосрочный долг	3 681	3 466	+6%	3 794	-3%	
Чистый долг	3 564	3 348	+6%	3 675	-3%	
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,5x	2,0x	-	2,1x	-	

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

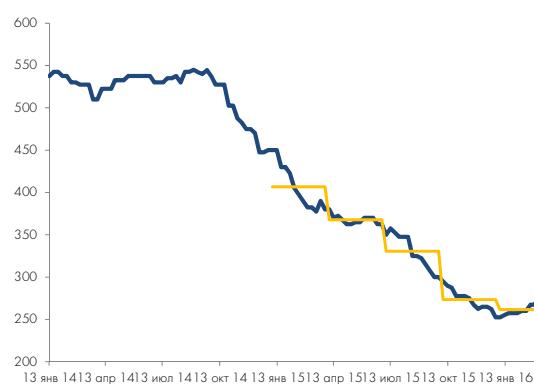
**Снижение выручки обусловлено динамикой цен**

Динамика выручки в 4 кв. объясняется снижением цен реализации, в то время как объемы продаж железорудной продукции (концентрат, окатыши, ГБЖ) выросли в среднем на 4,6% кв./кв. до 7,2 млн т при небольшом снижении объемов отгрузки металлургической продукции (-2,3% кв./кв. до 1,51 млн т).

Динамика цен на железную руду, Fe 62%, CFR Циньдао, долл./т



Динамика цен на г/к прокат, долл./т



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

**Давление на  
рентабельность  
оказало снижение цен  
и структура продаж**

Показатель EBITDA в 4 кв. просел на 45% кв./кв., что главным образом произошло за счет большей доли в выручке в абсолютном выражении продаж стали и чугуна, поскольку премия по ним у компании ниже, чем по железорудной продукции (окатыши, ГБЖ), и она сокращалась существенно при падении цен в 4 кв. Отметим, что денежные издержки по производству окатышей составили в 2015 г. около 6 долл./т (ранее - 10 долл./т), по ГБЖ - 70 долл./т (при цене в 4 кв. 178 долл./т CIF Италия), для сравнения, по чугуну - 150-160 долл./т (при цене в 4 кв. 183 долл./т FOB Черное море).

**Операционного  
потока было  
достаточно для  
капвложений**

Операционный денежный поток во 2П упал вдвое относительно первой половины года, составив 319 млн долл., тем не менее, его было достаточно для финансирования капзатрат в объеме 218 млн долл. Заметный рост инвестиционного потока во 2П 2015 г. до 907 млн долл. произошел в результате увеличения займов связанным сторонам (322 млн долл. нетто) и размещения денежных средств на краткосрочные депозиты (400 млн долл.).

Капвложения за 2015 г. в целом составили 417 млн долл. и были направлены в основном на строительство ЦГБЖ-3 (161 млн долл.), из них затраты на поддержание мощностей - 150 млн долл. В 2016 г. капвложения планируются на уровне 300 млн долл., основным проектом остается ЦГБЖ-3, запуск которого запланирован на конец 2016г. - начало 2017 г.

В 2016 г. мы не ожидаем восстановления цен до уровня начала 2015 г., поэтому снижение EBITDA г./г., скорее всего, продолжится, что, в свою очередь, приведет к росту долговой нагрузки. При этом мы отмечаем комфортный график погашения долга и низкие риски рефинансирования.

В сравнении с METINR 20 (YTM 6,2%) мы считаем интересными более короткие бумаги AFKSRU19 (YTM 5,8%), которые имеют меньший кредитный риск.

**Ирина Ализаровская**

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

**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 ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дilemma расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Башнефть  
Газпром  
Газпром нефть  
Лукойл

Новатэк  
Роснефть  
Транснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
Кокс  
Металлоинвест  
ММК  
Мечел  
НЛМК

Норильский Никель  
Распадская  
Русал  
Северсталь  
TMK  
Nordgold  
Polyus Gold

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом  
Мегафон

MTC  
Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон  
ЕвроХим  
СИБУР

### Розничная торговля

X5  
Магнит

Лента  
O'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК  
Альфа-Банк  
Банк Русский Стандарт  
Банк Санкт-Петербург

ВТБ  
Газпромбанк  
КБ Восточный Экспресс  
КБ Ренессанс Капитал

МКБ  
ФК Открытие  
Промсвязьбанк  
Сбербанк

TKC 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
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 Коннов		(+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 Файзулин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедъко		(+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.