



18 ноября 2016 г.

## Мировые рынки

### Дж. Йеллен не стала возражать против роста доходностей

Во вчерашнем представлении экономического прогноза в Конгрессе Дж. Йеллен по сути повторила то, что говорилось до неожиданного для многих избрания Д. Трампа на пост президента США, отметив, что она собирается доработать до конца срока своих полномочий (январь 2018 г.). По оценкам главы ФРС, экономический рост США заметно ускорился с 1% в начале года до почти 3% в 3 кв. и продолжает сдерживаться слабым ростом за пределами США и произошедшим укреплением доллара, но это не помешает дальнейшему улучшению ситуации на рынке труда и повышению инфляции. Кстати говоря, Дж. Йеллен подчеркнула, что в текущих условиях (снижения цен на нефть и укрепления доллара) лучшим индикатором будущей инфляции служит базовая инфляция. Поскольку в октябре она составила 2,1% (выше целевого уровня ФРС), такое изменение акцента означает готовность регулятора приступить к повышению ставки (вероятность этого события в декабре - 94%). Дж. Йеллен предостерегла Конгресс от чрезмерных бюджетных стимулов в то время, как ФРС, напротив, приступает к ужесточению монетарной политики. Ни слова о недавнем сильном повышении доходностей UST (т.е. о фактическом ужесточении кредитных условий) сказано не было. Рынки отреагировали продажей длинных бондов: доходность 10-летних UST взлетела на 12 б.п. до УТМ 2,33%. По-видимому, участники рынка предполагают, что увеличение бюджетного дефицита неизбежно, что увеличит первичное предложение UST и заставит ФРС ускорить повышение ставки (вероятности сместились в пользу 2 повышений в 2017 г.). В рамках нормализации формы кривой UST доходности длинных бумаг могут вырасти еще на 20-40 б.п.

## Рынок корпоративных облигаций

### ФСК: продолжится ли рост дивидендов?

ФСК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала результаты за 3 кв. 2016 г. по МСФО. EBITDA и чистая прибыль остались примерно на уровне прошлого года (+0,4% и -1,6% г./г., соответственно). Но инвесторы на рынке акций позитивно восприняли высокий показатель накопленной чистой прибыли за 9М 2016 г., рассчитывая на выплату существенных дивидендов. В то же время, на наш взгляд, стоит обратить внимание и на другие детали. Операционный поток в 3 кв. снизился г./г., рост дебиторской задолженности (возможно, из-за роста бизнеса по продаже э/э конечным потребителям) усилил этот эффект, а положительный свободный денежный поток, сформированный во 2 кв., был нивелирован выплатой первых существенных дивидендов (13,7 млрд руб. за 2015 г.). При этом не раз озвученное предложение Минфина сохранить планку выплат в 50% от чистой прибыли по МСФО для госкомпаний воодушевляет инвесторов в акции ФСК, но может в определенной степени представлять риск для ее кредитного профиля. Напомним, в предлагаемом варианте корректировки инвестпрограммы ФСК предполагаются дивиденды за 2016 г. на уровне 12,4 млрд руб., а по правилу 50% на основе прибыли за 9М по МСФО ФСК пришлось бы заплатить 29,6 млрд руб. Сохранение высокого коэффициента выплат при неизменной инвестпрограмме приведет к росту потребности в новом долге. Тем не менее, исходя из результатов за 9М, скорее всего, EBITDA за год окажется выше, чем предусмотрено планом, и разовая выплата дивидендов в размере 50% от чистой прибыли по МСФО за 2016 г. не приведет к превышению порогового уровня долговой нагрузки в 3,0x Долг/EBITDA (1,8x за 3 кв.). Локальные облигации ФСК неликвидны, последние котировки соответствуют премии 40-60 б.п. к ОФЗ, что не представляет интереса для покупки. Также неинтересен рублевый евробонд FEESRM 19 с УТМ 9,8% (сейчас адекватной премией является 100 б.п., т.е. доходность 10%+). Лучшей альтернативой являются ОФЗ 29011 (купон 11,7% год.).

### ФосАгро: рост на внутренних резервах

Компания ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+) опубликовала сильные результаты за 3 кв. 2016 г., несмотря на продолжающееся снижение цен на фосфатные удобрения (средняя рублевая цена реализации на ДАФ упала на 7% кв./кв.). Этого удалось достичь благодаря продаже запасов, что привело к росту продаж удобрений на 2% кв./кв. до 1,84 млн т при стабильном производстве. В результате выручка снизилась на 1% кв./кв. до 45,6 млрд руб., а EBITDA даже выросла - на 6,5% кв./кв. до 17,4 млрд руб. На рентабельность также положительно повлияло снижение расходов на персонал на 31% кв./кв. (во 2 кв. ФосАгро выплатила всем сотрудникам бонусы в честь 15-летия компании). Чистый операционный поток вырос на 81% кв./кв. до 20 млрд руб. на фоне снижения инвестиций в оборотный капитал (сокращение запасов и дебиторской задолженности на фоне больших отгрузок в РФ), и его по-прежнему хватает для покрытия капвложений, которые сезонно выросли на 16% кв./кв. до 11,2 млрд руб. Общий долг ФосАгро сократился за квартал на 4% до 118,3 млрд руб., но за счет снижения LTM EBITDA показатель Чистый долг/EBITDA незначительно вырос до 1,2x. Напомним, что большая часть долга к погашению в 2016 г. уже была рефинансирована. Сейчас рассматриваются и варианты погашения бонда PHORRU 18, в т.ч. и новое размещение, но если оно и состоится, то, скорее всего, во 2П 2017 г. Бумаги выглядят дорого, торгуясь с дисконтом 24 б.п. к TMENRU 18. Лучшая альтернатива - NORDLI 18 с УТМ 3,7%. В целом по рынку более длинные выпуски могут еще скорректироваться вверх по доходности, учитывая динамику базовых активов и возможную просадку нефти.

МТС: абонентам не до роуминга. См. стр. 2

## МТС: абонентам не до роуминга

МТС (BB+/-/BB+) опубликовала результаты за 3 кв. 2016 г., в очередной раз продемонстрировав снижение долга. Тем не менее, с учетом годового прогноза, а также выплаты финального транша дивидендов и проведения обратного выкупа акций стоит ожидать незначительного роста долговой нагрузки.

### Ключевые финансовые показатели МТС

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2016	3 кв. 2015	изм.
Выручка	112 182	113 709	-1%
OIBDA	45 691	48 139	-5%
Рентабельность по OIBDA	40,7%	42,3%	-1,6 п.п.
Чистая прибыль	12 644	13 954	-9%
Операционный поток	41 226	27 995	+47%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-524	-5 576	-91%
Капвложения	-18 139	-19 416	-7%
Финансовый поток	-28 656	-44 387	-35%

  

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	276,900	283,643	-2%
Краткосрочный долг	59,200	49,009	+21%
Долгосрочный долг	217,700	234,634	-7%
Чистый долг*	240,411	258,687	-7%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,4x	1,5x	-

\*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

\*\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Результаты под давлением снижения роуминговых доходов и экономической ситуации в СНГ

Консолидированная выручка МТС в 3 кв. 2016 г. снизилась на 1,3% г./г., в первую очередь, за счет сокращения выручки от услуг сотовой связи в России на 2,7% г./г. МТС объясняет это падением роуминговых доходов из-за снижения туристической активности. За исключением роуминга, по словам менеджмента, выручка от сотовой связи была на уровне 3 кв. 2015 г. Выручка от услуг фиксированной связи в России не изменилась г./г., рост выручки от сотовой розницы замедлился до 8% г./г. Выручка на Украине выросла на 11% г./г. в гривнах благодаря запуску сетей 3G, однако из-за укрепления рубля к гривне выручка в рублях снизилась. В Армении и Туркменистане выручка упала на 19% г./г. и 12% г./г., соответственно, из-за сложной макроэкономической ситуации.

Консолидированная OIBDA снизилась на 5% г./г. по причине сокращения роуминговых доходов, расширения розничной сети и снижения OIBDA в СНГ из-за макроэкономических и регуляторных факторов, хотя стоит отметить восстановление динамики рентабельности на Украине по сравнению со 2 кв. 2016 г. Чистый долг уменьшился на 7% кв./кв. в результате погашений и укрепления рубля (переоценка валютной задолженности), а соотношение Чистый долг/LTM OIBDA снизилось с 1,5x до 1,4x, а по определению МТС, которое помимо денежных средств включает в себя кратко- и долгосрочные вложения, а также валютное хеджирование, соотношение Чистый долг/LTM OIBDA осталось на уровне прошлого квартала (1,1x).

#### Ожидаем роста долговой нагрузки к концу года, но ожидания менеджмента на среднесрочную перспективу звучат оптимистично

Компания подтвердила прогноз на 2016 г.: рост выручки на 2-3% г./г., снижение OIBDA на 4% г./г. и капвложения на уровне 85 млрд руб. Кроме того, до конца года МТС выплатит второй транш дивидендов в сумме 26 млрд руб. и произведет обратный выкуп акций на сумму 10 млрд руб., что в совокупности должно привести к некоторому росту долговой нагрузки - мы оцениваем, что на конец года коэффициент Чистый долг/OIBDA составит 1,6x. В ходе телеконференции менеджмент компании заявил об удовлетворенности текущим размером своей розничной сети, которая по итогам 3 кв. 2016 г. составляла почти 6 тыс. салонов, и отсутствии планов дальнейшего наращивания сети. Также был отмечен рост рентабельности в сегменте сотового ритейла благодаря отказу от

18 ноября 2016 г.

низкомаржинальных акций и эффекту масштаба. Менеджмент видит возможности для сокращения инвестиций примерно на 5 млрд руб. в следующем году и предполагает, что тенденция к снижению капвложений может сохраниться вплоть до 2020 г., когда планируется запуск технологии 5G. Кроме того, руководство МТС рассматривает безлимитные тарифы как инструмент конкурентной борьбы и в будущем планирует от них отказаться. Такие заявления можно рассматривать как сигнал о снижении агрессивности в плане конкуренции, что дает надежду на стабилизацию финансовых показателей в следующем году.

Спред MOBTEL 20 - Russia 20 находится вблизи исторического минимума 73 б.п. Более доходной альтернативой MOBTEL 20 могут являться бумаги PGLIN 20 с премией 40 б.п. Рублевые облигации МТС выглядят дорого.

**Сергей Либин**

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

**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 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.