



## Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

26 октября 2017 г.

### Мировые рынки

#### Техническая коррекция на фоне позитивных макроданных

Американские индексы акций вчера потеряли 0,45% по индексу S&P, что пока выглядит как временная техническая коррекция (фиксация прибыли от продолжительного ралли). Вышедшая порция макростатистики по США оказалась в целом позитивной: в сентябре объем новых заказов вырос на 2,2% м./м., заметно превысив консенсус-прогноз +1% м./м. Также на восстановление инвестиций указывает рост заказов на ключевые инвестиционные товары (+1,3% м./м., +7,8% г./г.), что говорит в пользу сильных данных по ВВП США за 3 кв. (выйдут в пятницу). На рынке UST наблюдалась высокая волатильность (10-летние бонды достигли YTM 2,47%, однако затем вернулись к YTM 2,41%) в свете неопределенности относительно главы ФРС на следующий срок (пока PredictIt отдает наибольшую вероятность сохранению на посту Дж. Йеллен, что обеспечило бы баланс рисков).

### Банковская система

Опубликованы отчетности: госбанки пошли в Минфин за рублями и испытали отток валюты. См. стр. 2

### Экономика

#### Недельная инфляция сдвинулась с "мертвой точки"

Согласно недельным данным, инфляция за период с 17 по 23 октября выросла на 0,1% н./н., впервые за последние 14 недель. Это связано с возобновлением роста цен на плодоовощную продукцию. Из-за сдвига сезонности (на 5 недель, по нашим оценкам) ценовая стабильность последних недель транслировалась в дезинфляцию на фоне высокой базы прошлого года. До конца года инфляцию ждет умеренное ускорение в недельных темпах роста (до 0,13-0,15% н./н.), которое станет более заметным по мере приближения новогодних праздников, что, по нашим оценкам, транслируется в значение выше 3% г./г. (против 2,7% г./г. на данный момент). Мы полагаем, что для ЦБ текущие низкие темпы инфляции не станут поводом для активного снижения ставки. В настоящее время замедление роста цен является временным и почти полностью связано с ситуацией в сегменте продуктов питания. Например, по итогам сентября базовая инфляция м./м. в непродовольственных товарах и услугах растет (а в годовом выражении снижается достаточно слабо). Таким образом, в случае изменения динамики продовольственной инфляции (которая не подвержена влиянию политики ЦБ) общий уровень инфляции легко и быстро может превысить 4%. Регулятор понимает, что это создаст риски как для долгосрочного уровня инфляции, так и для инфляционных ожиданий населения, которые остаются незаякоренными. В этой связи мы полагаем, что ЦБ снизит ставку на 25 б.п. на заседании в пятницу, сопроводив решение осторожной риторикой.

### Рынок ОФЗ

#### Покупатели не проявили ажиотажного спроса

Как мы и предполагали, аукционы прошли без ажиотажа: спрос составил всего 75,4 млрд руб. на предложенные 30 млрд руб., при этом оба выпуска удалось реализовать без ценовых дисконтов ко вторичному рынку. После аукционов прошла небольшая коррекция: длинные выпуски 26207 и 26221 поднялись в доходностях на 2 б.п. до YTM 7,58% и YTM 7,8%, что выглядит естественным на фоне негативной динамики долгов других GEM. Согласно опросу Tradition, мнения разделились почти поровну: из 70 опрошенных трейдеров 57% считает, что ключевая ставка будет снижена на 25 б.п., остальные - на 50 б.п. Мы считаем, что длинные выпуски нейтрально отреагируют на любое решение регулятора (поскольку ключевая ставка 7% уже в ценах, и риторика ЦБ РФ не предполагает более низкую долгосрочную ставку), однако короткие и среднесрочные бумаги могут получить поддержку в случае снижения на 50 б.п. (наклон кривой ОФЗ возрастет). Отметим, что для российских банков, которые сейчас активно привлекают средства Минфина (под 8,5% годовых), удержание ОФЗ вносит негативный вклад в их чистый процентный доход (так, по данным отчетности РСБУ, в сентябре у ВТБ объем свободных от залога ОФЗ сократился на 213 млрд руб., возможно бумаги были заложены для привлечения средств у Казначейства). По-видимому, основной расчет - на дальнейший ценовой рост госбумаг, который может не реализоваться в случае, если нерезиденты по каким-то причинам потеряют интерес (повышение долларовых доходностей может спровоцировать отток капитала из GEM).

### Рынок корпоративных облигаций

НОВАТЭК: готов к запуску Ямала СПГ и финансированию Арктик СПГ-2. См. стр. 3

## Госбанки пошли в Минфин за рублями и испытали отток валюты

**ЦБ РФ удалось остановить бегство клиентов из санируемых банков**

Вчера ЦБ РФ опубликовал отчетности банков РФ за сентябрь (напомним, что ЦБ РФ недавно сместил срок раскрытия информации с 12 до 18 рабочих дней после отчетной даты, однако теперь публикуются отчеты всех банков, независимо от их согласия). У четырех банков (ФК Открытие, БИНБАНК, ПСБ, МКБ), которые характеризуются повышенным вниманием со стороны участников рынка, существенных перетоков рублевых средств корпоративных клиентов между отчетными датами (то есть на 1 сентября и на 1 октября) не было. Из БИНБАНКа отток составил 63,4 млрд руб. (при этом 7,6 млрд руб. пришло в РОСТ банк), однако внутри месяца клиенты выводили, скорее всего, значительно большие суммы, на что косвенно указывает высокий оборот по счету 32901 (РЕПО с ЦБ РФ) в размере 630 млрд руб., остаток по которому на 1 октября составил всего 28,8 млрд руб. Таким образом, регулятору удалось стабилизировать ситуацию с бегством клиентов из санируемых им банков (по данным СМИ, представители ЦБ обращались к клиентам с просьбой вернуть свои средства), при этом задолженность БИНБАНКа и ФК Открытие перед ЦБ РФ сократилась с 1,1 трлн руб. до 893 млрд руб. (отметим, что в сентябре регулятор предоставил ФК Открытие депозиты (МЭПЛ) на срок от 1 до 3 лет в размере 380 млрд руб., которые были направлены на погашение задолженности по РЕПО с ЦБ). По итогам месяца МКБ получил приток средств в размере 19,8 млрд руб., а ПСБ - небольшой отток 13,6 млрд руб. Несколько удивил продолжившийся отток средств со счетов корпоративных клиентов Сбербанка (-116 млрд руб. против -73 млрд руб. в августе), что сопровождалось поступлением средств на счета ВТБ (+87,6 млрд руб.) и ГПБ (+26 млрд руб.) и, возможно, вызвано более привлекательными условиями размещения средств у последних банков. По нашему мнению, пока присутствует риск большого перетока средств клиентов в банковской системе (сохраняется высокая неопределенность развития событий, связанных с проблемными банками), как следствие, банки по-прежнему большой объем ликвидности будут размещать в о/п инструментах, что будет поддерживать аномально широкий дисконт ставки RUONIA к ставке аукционного депозита ЦБ РФ.

**В крупнейших госбанках усилился структурный дефицит рублевой ликвидности...**

Несмотря на поступление ликвидности в банковскую систему по бюджетному каналу порядка 484 млрд руб. (за вычетом интервенций и депозитов/РЕПО казначейства), общая задолженность банков перед ЦБ РФ и Минфином в сентябре возросла на 480 млрд руб. до 2,7 трлн руб., а объем депозитов, размещаемых в ЦБ РФ, сократился на 100 млрд руб. Такая ситуация была обусловлена увеличением структурного дефицита рублевой ликвидности у трех крупнейших госбанков (Сбербанка, ВТБ и ГПБ), которые привлекали у Казначейства (РЕПО и депозиты) 392 млрд руб. (отметим, что ликвидность от Казначейства обходится всего в 8,5% годовых с учетом ФОР, что существенно ниже ставки (9,5% годовых) по доступным операциям рефинансирования у ЦБ РФ). Это сопровождалось приростом рублевого кредитования у этих трех банков в объеме (372 млрд руб.), близком к увеличению задолженности перед Минфином, что наводит на вопрос относительно маржинальности такого кредитования (с фондированием под 8,5% годовых).

**... и образовался дефицит валюты**

Мы обратили внимание на существенный отток валютной ликвидности со счетов корпоративных клиентов: 9,3 млрд долл. в сентябре (для сравнения - в августе был приток +2,1 млрд долл.), при этом больше всего валюты ушло из трех крупнейших госбанков (7,5 млрд долл.). Возможно это было связано с прохождением пика выплат по внешнему долгу, а также покупкой Essar Oil (~3,5 млрд долл., по данным СМИ). Кстати говоря, на локальном рынке в сентябре образовался дефицит валютной ликвидности, сопровождавшийся всплеском стоимости валютной ликвидности и некоторым давлением на курс рубля (был достигнут локальный максимум рублевой цены нефти). Однако, судя по нормализации ситуации в октябре, дефицит валюты каким-то образом был восполнен (см. подробнее наш комментарий "Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ" от 11 октября 2017 г.). Аналогичная ситуация может произойти в декабре, когда предстоит очередной пик выплат по внешнему долгу, в то время когда запаса валютной ликвидности у локальных банков уже нет.

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

## НОВАТЭК: готов к запуску Ямала СПГ и финансированию Арктик СПГ-2

### Накопленные денежные средства в разы превышают краткосрочную задолженность

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал неплохие финансовые результаты за 3 кв. 2017 г.: выручка выросла на 3% г./г., EBITDA - на 5% г./г., чистая прибыль - на 3% г./г. Свободный денежный остаток остается на высоких уровнях (29,4 млрд руб.), несмотря на сокращение на 16% г./г. в основном из-за изменений в оборотном капитале. По итогам 3 кв. долговая нагрузка сократилась до 0,48x Чистый долг/EBITDA, а на счетах компании накоплено почти 74 млрд руб., что в несколько раз превышает краткосрочную задолженность (23,8 млрд руб.). Чистый долг сократился на 20% кв./кв. и составляет лишь 92 млрд руб., что даже ниже свободного денежного потока за 9М 2017 г. (105 млрд руб.). Таким образом, компания практически полностью свободна от обязательств перед кредиторами и, вероятно, вновь начнет наращивать долговую нагрузку в следующем году в рамках реализации своей новой долгосрочной стратегии, которая будет представлена в декабре этого года.

### Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2017	3 кв. 2016	изм.	9М 2017	9М 2016	изм.
Выручка	130 703	126 483	+3%	414 161	393 222	+5%
ЕБИТДА	45 324	43 252	+5%	142 445	139 122	+2%
Рентабельность по EBITDA	34,7%	34,2%	+0,5 п.п.	34,4%	35,4%	-1,0 п.п.
Чистая прибыль	37 737	36 494	+3%	111 998	198 345	-44%
Чистая рентабельность	28,9%	28,9%	0 п.п.	27,0%	50,4%	-23,4 п.п.
Операционный денежный поток	35 122	42 795	-18%	123 078	116 508	+6%
Капвложения	-5 678	-7 716	-26%	-17 857	-23 016	-22%
Свободный денежный поток	29 444	35 079	-16%	105 221	93 492	+13%
в млн руб., если не указано иное				30 сентября 2017	30 июня 2017	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				165 989	178 954	-7%
Краткосрочный долг				23 800	34 550	-31%
Долгосрочный долг				142 189	144 404	-2%
Чистый долг				92 044	115 075	-20%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,48x	0,61x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### НОВАТЭК удерживает добычу на зрелых проектах

В 3 кв. 2017 г. суммарная добыча газа снизилась на 7,5% г./г. до 15 млрд куб. м, добыча жидких углеводородов упала на 4,5% г./г. до 2,92 млн т, что обусловлено снижением добычи на зрелых месторождениях, главным образом на Юрхаровском (-11% г./г. газа; -16% г./г. конденсата), Восточно-Таркосалинском (-12% г./г. газа; -3% г./г. конденсата) и Ханчейском (-19% г./г. газа; -29% г./г. конденсата). Стоит отметить, что на текущем этапе компании удастся удерживать добычу после резкого падения в 1 кв. 2017 г. Мы полагаем, что вопрос стабилизации добычи и компенсации выпадающих объемов будет также обсуждаться в рамках новой стратегии компании. Но это не критичная проблема на данный момент, так как стоит учитывать, что Ямал СПГ способен генерировать свободный денежный поток в два раза больше, чем НОВАТЭК сам по себе. Таким образом, доходы от Ямал СПГ в несколько раз перекроют потери от снижения добычи на зрелых месторождениях.

Кроме того, снижение собственной добычи было частично компенсировано закупками у совместных предприятий и третьих сторон. Так, закупки газа у совместных предприятий возросли на 20% г./г. до 2,17 млрд куб. м. В результате объем реализации газа сократился только на 4% г./г. до 13,9 млрд куб. м.

### Рентабельность остается на высоких уровнях

Несмотря на сокращение добычи, операционная рентабельность по EBITDA остается на высоких уровнях (34,7% в 3 кв. 2017 г. против 34,2% в 3 кв. 2016 г.), чему способствовало восстановление цен на нефть. Чистая экспортная цена конденсата выросла на 4% г./г., сырой нефти - на 13% г./г., сжиженного газа - на 8% г./г. Операционные затраты (без учета амортизации и переоценок) увеличились лишь 2,6% г./г. до 85,4 млрд руб., по большей части из-

за роста расходов на закупки (+16% г./г. до 31,3 млрд руб.).

Мы не ожидаем каких-либо значительных сюрпризов от новой стратегии компании, так как основные ее параметры уже известны. Главным образом, НОВАТЭК планирует продолжить развитие направления по производству сжиженного природного газа (СПГ) в рамках проекта Арктик СПГ-2. Также вероятно расширение мощностей текущего завода Ямал СПГ. При этом мы полагаем, что план сокращения капитальных вложений в Арктик СПГ-2 на 20-30% по сравнению с объемом инвестиций в Ямал СПГ труднореализуем. Стоит отметить, что финансирование Арктик СПГ-2 со стороны НОВАТЭКа, скорее всего, будет ограничено, так как по аналогии с Ямал СПГ компания планирует привлечь партнеров. Так, по нашим оценкам, НОВАТЭКу потребуется вложить лишь по 1 млрд долл. собственных средств на каждую линию завода (ожидается 2-3 линии). Напомним, первые поставки с Арктик СПГ-2 ожидаются уже в 2022 г. А первый танкер с Ямал СПГ будет продан уже в ноябре этого года. Мы полагаем, что первые существенные дивиденды Ямал СПГ сможет выплачивать своим акционерам после нормализации долговой нагрузки, что возможно, по нашим оценкам, уже в 2020 г.

Мы нейтрально смотрим на евробонды НОВАТЭКа: выпуск NVTKRM 22 с YTM 3,8% котируется со спредом 95 б.п. к суверенной кривой (172 б.п. + UST). Лучшей альтернативой являются GAZPRU 34 с YTM 5,45% (284 б.п. + UST).

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

**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

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.