



## Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

30 октября 2017 г.

### Мировые рынки

#### Данные по ВВП США превзошли ожидания

Рынок американских акций завершил прошлую неделю на мажорной ноте (+0,8% по индексу S&P, который установил новый рекорд) благодаря ралли в технологическом секторе (+2,9%) на фоне позитивной отчетности крупнейших его представителей. Поддержку оказала и макростатистика по США: по предварительным данным, рост ВВП в 3 кв. составил 3% в годовом выражении, что оказалось заметно лучше консенсус-прогноза (+2,6%), что было обусловлено в т.ч. динамикой частного потребления (+2,4%). "Борьба" между теми, кто ждет быстрого или умеренного повышения ставки после вероятной смены главы ФРС, вызвавшая высокую волатильность рынка UST на прошлой неделе, завершилась в пользу последних: доходность 10-летних бондов снизилась до YTM 2,4%.

#### Высокие цены на нефть не стимулируют добычу сланцевой нефти

Сокращение числа буровых в Северной Америке (по данным Baker Hughes, на 15 штук на прошлой неделе), несмотря на относительно высокие цены на нефть (>55 долл./барр., Brent), может указывать на проблемы в сланцевой отрасли, которая характеризуется высокой долговой нагрузкой (в ряде случаев выручки хватает лишь для покрытия операционных расходов и процентов, а инвестиции в новые проекты осуществляются за счет нового долга). Как следствие, предстоящее повышение процентных ставок может спровоцировать банкротства в отрасли и сократить предложение сланцевой нефти от США. Также котировкам (Brent >60 долл./барр.) способствует готовность Саудовской Аравии и РФ продлить соглашение о заморозке добычи.

### ЭКОНОМИКА

#### ЦБ готовится к нейтральной политике

В пятницу ЦБ снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 8,25%, что соответствовало нашим ожиданиям и не стало сюрпризом для рынка. В целом тональность и аргументы пресс-релиза мало поменялись с прошлого заседания, а осторожность в оценке рисков для инфляции сохранилась. В то же время в риторике впервые появился сигнал о постепенном переходе от умеренно-жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике. На первый взгляд, этот сигнал можно воспринимать как желание ЦБ более активно снижать ставку в ближайшей перспективе. Однако мы полагаем, что с учетом общей тональности это стоит воспринимать по-другому, в контексте реальной процентной ставки. Так, с 2016 г. и вплоть до июльского заседания она находилась на достаточно высоком уровне в 5-6% (тогда ожидаемый регулятором уровень инфляции снизился с 6% до 4%, а номинальная ставка снижалась с 11% до 9%), и лишь после сентябрьского заседания она снизилась до 4,5%. Это можно интерпретировать как постепенный переход к нейтральной политике, т.е. к плавному движению реальной ключевой ставки к озвученному ЦБ долгосрочному уровню в 2,5-3% (в 2019-2020 гг.). Подчеркнем, что в такой интерпретации снижения номинальной ставки будут достаточно умеренными (2-3 раза по 25 б.п. в год). Подобный подход не исключает возможности смягчения политики даже на фоне небольшого ускорения инфляции под влиянием временных факторов (в пределах таргета). Возможно, таким образом ЦБ готовит рынок к тому, что он продолжит снижать ставку, даже несмотря на возможное ускорение инфляции на горизонте 1-2 кварталов.

### Рынок корпоративных облигаций

#### НЛМК: отсутствие интеграции в уголь позволило улучшить результаты

НЛМК (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал результаты за 3 кв. 2017 г. по МСФО, которые мы оцениваем положительно. Выручка осталась на уровне 2 кв. - 2,55 млрд долл., т.к. увеличение продаж (+3% кв./кв.) было нивелировано снижением цен реализации (отражена коррекция цен, произошедшая во 2 кв., кроме того, в 3 кв. ассортимент ухудшился из-за роста продаж полуфабрикатов). Но расширение ценового спреда металлопродукция-сырье (более быстрое падение цен на сырье) привело к росту EBITDA на 7% кв./кв. до 648 млн долл., рентабельности по EBITDA - на 1,7 п.п. до 25,4%, в отличие, например, от Северстали (-2% и -1,4 п.п. кв./кв.). Стоит отметить, что улучшения у НЛМК произошли в основном благодаря отсутствию собственных угольных активов, и в меньшей степени - улучшению экономики железорудного сегмента с выходом на полную мощность фабрики окомкования. Операционный поток (+47% кв./кв.) был также поддержан высвобождением средств из оборотного капитала (109 млн долл. против инвестиций 76 млн долл. во 2 кв.). Денежные средства выросли на 32% до 1,8 млрд долл., и их достаточно для покрытия долга вплоть до 2023 г. Долговая нагрузка снизилась с 0,4x до 0,3x Чистый долг/EBITDA LTM. В 4 кв. компания ожидает сезонное снижение продаж, но результаты будут поддержаны ценами, которые существенно выросли в 3 кв. (в среднем +24% кв./кв. на г/к прокат, наша оценка). Бонды НЛМК, также как и Северстали, торгуются с самыми низкими премиями к суверенному долгу. Лучшей альтернативой NLMKRU 24 (YTM 4%), на наш взгляд, являются номинированные в евро GAZPRU 25 с долларовой доходностью 4,59%. Из долларовых бумаг нам нравятся PGILLN 23 (YTM 4,24%).



## 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.