

## Внешний рынок

- Сектор российских еврооблигаций оказался под давлением продавцов по итогам четверга

## Внутренний рынок

- Сектор локальных суверенных облигаций вчера в очередной раз продемонстрировал устойчивость несмотря на сокращение цен на энергоносители, что вызвало отток инвестиций с большинства мировых развивающихся рынков. Падение цен ОФЗ не превысило 0,15 пп вдоль кривой

## Денежный рынок

- На денежном рынке ситуация продолжает нормализовываться

## Новости эмитентов

- ЧТПЗ: компания открыла книгу на 4 года со ставкой купона 9-9,25% годовых

## Рыночные показатели

### Долговые и денежные рынки

	Значение	Изменение, б.п.		
		День	Неделя	Месяц
ОФЗ 26214 (4Y)	7,92	-2	-9	60
ОФЗ 26215 (8Y)	7,79	3	-1	53
Россия 2023	3,33	2	-2	54
UST 10	2,19	2	-2	-18
UST 30	2,85	1	-1	-15
Германия 10	0,25	-1	-5	154
Италия 10	2,17	-13	-8	-6
Испания 10	1,47	-9	-9	73
MOSPRIME O/N, %	9,33	-5	3	-26
MOSPRIME 1 неделя, %	9,35	-5	2	-17
LIBOR O/N, %	0,93	0	0	0
LIBOR 1 месяц, %	1,10	1	4	10

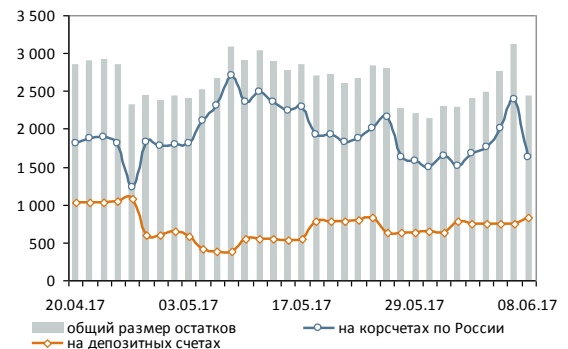
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Товарные и валютные рынки

	Значение	Изменение, %		
		День	Неделя	Месяц
Brent, долл./барр.	47,09	-0,82	-5,18	-3,68
RUR/USD, ЦБ	56,91	-0,32	0,90	-1,77
RUR/EUR, ЦБ	63,81	-0,71	0,92	0,13

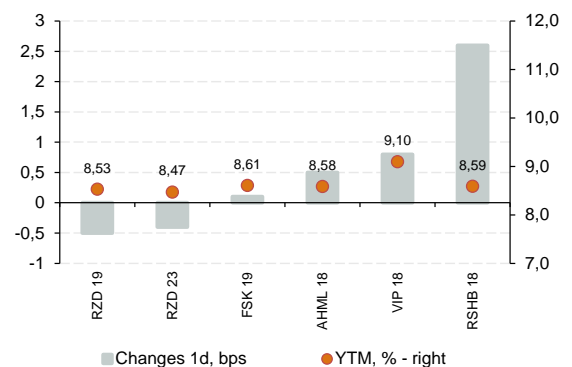
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика рублевых остатков



Источник: Банк России; оценка: Велес Капитал

### Динамика рублевых еврооблигаций





## Внешний рынок

**Ситуация на рынке.** Сектор российских еврооблигаций оказался под давлением продавцов по итогам четверга. Активнее всего инвесторы избавлялись от суверенных бумаг, которые прибавили в доходности до 5 бп., хотя в течение дня продажи были намного сильнее. Корпоративные выпуски смотрелись более стабильно, тем не менее, хуже всех смотрелись субординированные инструменты банков первого эшелона. Кривая Сбербанка в абсолютном выражении потеряла в цене около 11-13 бп. Основное негативное влияние сформировалось за счет нестабильности некоторых развитых рынков (Великобритания) и позитивных отчетов ФРС в отношении благосостояния домашних хозяйств в первом квартале текущего года. Последний фактор указывает на то, что население аккумулировало совокупных активов до рекордных 95 трлн долл. – это косвенно говорит о способности домашних хозяйств потреблять товары в существенных объемах (аргумент в пользу повышения ставки).

**На первичном рынке Тинькофф банк предложил инвесторам бессрочные еврооблигации на 300 млн долл. под 9,25% годовых против индикатива в 9,75% годовых. Привлеченные средства уйдут в капитал первого уровня. По выпуску предусмотрен колл-опцион через 5 лет и 3 месяца.**

*Артур Навроцкий*  
[bonds@veles-capital.com](mailto:bonds@veles-capital.com)

### Корпоративный бюллетень

#### Комментария к размещениям

#### Последние торговые идеи

#### Обзоры эмитентов

#### Макроэкономика

### Топ 12 классических банковских еврооблигаций 1-2 эшелонов (в долларах)

Тикер	Погашение (оферта)	Цена	Закрытие		Измен. УТМ, б.п.	
			УТМ	OAS спред	День	Неделя
VTB	06.2035	▲ 104,10	5,88	352	-1	1
VEBBNK	11.2025	▼ 113,02	4,90	288	1	-1
CRBKMO	11.2021	▼ 104,12	4,82	317	1	-3
VEBBNK	11.2023	▼ 108,28	4,45	257	2	-1
VEBBNK	07.2022	▼ 108,32	4,18	247	3	0
PROMBK	10.2019	▼ 102,64	4,06	271	1	-2
SBERRU	02.2022	▼ 110,07	3,74	206	1	0
ALFARU	04.2021	▼ 114,48	3,70	212	0	-2
VEBBNK	07.2020	▼ 109,99	3,45	200	1	-0
SBERRU	06.2021	▼ 108,55	3,42	181	1	-1
VTB	10.2020	▼ 110,58	3,18	169	1	-1
GPBRU	09.2019	▲ 104,42	2,90	156	-2	-4

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Топ 12 еврооблигаций компаний 1 эшелона (в долларах)

Тикер	Погашение (оферта)	Цена	Закрытие		Измен. УТМ, б.п.	
			УТМ	OAS спред	День	Неделя
SIBNEF	11.2023	▲ 109,68	4,27	239	-1	-3
NLMKRU	06.2023	▲ 102,58	4,01	218	-1	-8
ROSNRM	03.2022	▲ 101,16	3,93	224	-0	-1
LUKOIL	04.2023	▲ 103,33	3,92	210	-0	-2
GMKNRM	10.2022	▼ 113,13	3,88	213	-0	-3
SIBNEF	09.2022	▲ 102,50	3,85	210	-1	-2
RURAIL	04.2022	▼ 108,12	3,83	214	-0	-1
GAZPRU	07.2022	▼ 105,20	3,82	209	1	-1
CHMFRU	10.2022	▼ 110,03	3,81	206	1	0
NVTKRM	12.2022	▲ 103,14	3,78	201	-0	-0
LUKOIL	06.2022	▲ 113,15	3,74	203	-0	-5
GAZPRU	03.2022	▼ 112,06	3,71	203	0	-2

\*С дюрацией до 6-ти лет

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Топ 12 еврооблигаций компаний 2-3 эшелонов (в долларах)

Тикер	Погашение (оферта)	Цена	Закрытие		Измен. УТМ, б.п.	
			УТМ	OAS спред	День	Неделя
GLPRLI	09.2023	▲ 104,12	5,71	385	-1	-1
AFKSRU	05.2019	▲ 102,37	5,63	435	-1	-46
GLPRLI	01.2022	▲ 106,02	5,38	371	-1	-2
EVRAZ	01.2022	▲ 107,20	4,99	331	-1	-2
VIP	04.2023	▲ 111,88	4,81	304	-0	-15
EVRAZ	01.2021	▲ 112,00	4,61	307	-1	-6
SCFRU	06.2023	▲ 104,07	4,59	276	-3	-5
HCDNDA	11.2021	▲ 105,87	4,39	274	-1	-1
VIP	02.2023	▲ 107,95	4,35	256	-3	-5
TRUBRU	04.2020	▼ 106,54	4,25	284	0	-1
PGILLN	03.2022	- 101,94	4,25	255	-3	-5
MOBTEL	05.2023	▲ 104,10	4,22	239	-0	-1

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



## Внутренний рынок

**Ситуация на рынке.** Сектор локальных суверенных облигаций вчера в очередной раз продемонстрировал устойчивость несмотря на сокращение цен на энергоносители, что вызвало отток инвестиций с большинства мировых развивающихся рынков. Падение цен ОФЗ не превысило 0,15 пп вдоль кривой, что транслировалось в рост доходностей на 1-3 бп. Активность инвесторов второй день подряд оказалась высокой-совокупный торговый оборот достиг 34 млрд руб. Как и днем ранее, основные денежные потоки (свыше 60%) проходили со сделками с ОФЗ с плавающим купоном. Впрочем, ценовые колебания во флутерах были минимальны.

Корпоративные размещения по-прежнему проходят активно и весьма успешно. Производитель водки Синергия (-/-/В+) установил финальный купон по 5-летним облигациям серии БО-П01 в размере 9,5% (УТМ9,73%), что заметно ниже ранее заявленного индикатива. Газпромбанк закрыл книгу заявок на 3-летние облигации серии БО-13 с доходностью УТМ 8,84%. КТЖ Финанс разместил облигации с доходностью УТМ8,94% годовых.

**Прогноз.** Внутренний рынок облигаций сегодня, скорее всего, продолжит оставаться под давлением. Продолжающееся падение цен на сырьевых площадках не будет способствовать спросу на локальные бонды развивающихся рынков. В сфере первичных размещений пройдет сбор заявок на выпуски ЧТПЗ (ВаЗ/-/ВВ-) и Самарской области (ВаЗ/ВВ/-).

*Ольга Николаева*  
[bonds@veles-capital.com](mailto:bonds@veles-capital.com)

### Интерактивные карты

Корпоративный ломбард

Банковский ломбард

Ликвидные рублевые выпуски

Investment Grade

High Yield

### Динамика ключевых выпусков ОФЗ

			Закрытие		Изменение УТМ, б.п.		
			Цена	УТМ	День	Неделя	Месяц
ОФЗ 26210	12.2019	▲	97,67	8,00	-2	-13	-21
ОФЗ 26214	05.2020	▲	96,45	7,92	-2	-9	-20
ОФЗ 26205	04.2021	▼	99,61	7,87	1	-2	-4
ОФЗ 26217	08.2021	▼	99,34	7,83	2	1	-6
ОФЗ 26209	07.2022	▲	99,86	7,78	-	-2	-6
ОФЗ 26215	08.2023	▼	96,86	7,79	3	-1	-11
ОФЗ 26219	09.2026	▼	100,68	7,79	2	6	-3
ОФЗ 26207	02.2027	▼	104,69	7,60	2	6	-12
ОФЗ 26212	01.2028	▼	96,06	7,74	3	7	-7
ОФЗ 26218	09.2031	▼	106,97	7,83	-	1	-16
ОФЗ-ИН 52001	08.2023	▲	96,15	3,22	-	-1	-6

Источник: данные бирж; оценка: Veles Capital



## Денежный рынок

На денежном рынке ситуация продолжает нормализовываться. Еще накануне банки вернули существенную часть средств, привлеченных у ЦБ: кредитные организации полностью погасили задолженность по валютным свопам (227,0 млрд руб.) и вернули почти 200 млрд руб. по операциям РЕПО с фиксированной ставкой. В результате в среду значение ставки Ruonia опустилось ниже уровня ключевой ставки ЦБ, а днем в четверг ставка MosPrime o/n потеряла еще 5 б.п. (9,33% годовых). Спрос банков на аукционах РЕПО с Федеральным казначейством также вернулся к обычным отметкам: в четверг из совокупного лимита на 550 млрд руб. участники аукциона привлекли лишь 179,4 млрд руб.

На валютном рынке в четверг рубль демонстрировал завидную устойчивость. Цены на нефть продолжали снижаться, а индекс доллара укреплялся с самого утра. Тем не менее, на внутреннем рынке доллар в подобных условиях даже не смог закрепиться выше 57 руб. Необходимо отметить, что после последних данных по инфляции, не вполне оправдавших ожидания инвесторов, рыночные настроения в отношении снижения ключевой ставки на 50 б.п. стали уже не столь однозначными. В то же время любые сомнения участников рынка в дальнейшем смягчении процентной политики ЦБ оказывают поддержку отечественной валюте.

*Юрий Кравченко*  
[bonds@veles-capital.com](mailto:bonds@veles-capital.com)



## Новости эмитентов: ЧТПЗ

### Основные идеи к новому выпуску

- Рекомендуем ориентироваться на верхний индикатив купона и эффективной доходности – 9,25 и 9,46% годовых соответственно.
- В абсолютном выражении спекулятивный доход составит в среднем 1,8% на горизонте один год.
- Целевой уровень по доходности через один год равняется примерно 8,8-8,9% годовых, что эквивалентно премии к кривой ОФЗ около 200 бп.
- С фундаментальной точки зрения, спред к суверенной кривой должен составлять не меньше 200 бп. против нынешних 150-170 бп. (в зависимости от обращающегося выпуска).

### Параметры размещения и наш прогноз

- Сегодня Группа «ЧТПЗ» (Ba3/-/BB-) открывает книгу заявок на размещение 4-летних рублевых облигаций объемом 10 млрд руб. Ориентир по ставке купона варьируется в диапазоне 9-9,25% годовых, что соответствует эффективной доходности к погашению 9,2-9,46% годовых.
- Изначальные параметры не выглядят привлекательно, поскольку до их оглашения облигации на вторичном рынке торговались по 9,6-9,8% годовых. Однако на следующий день все заявки на продажу быстро исчезли или стали соответствовать уровню верхней границы эффективной доходности нового предложения. На текущий момент премия к государственному сектору составляет всего 150-170 бп. против 200-220 бп. в последние два месяца. По нашему мнению, компания прогнозирует снижение ключевой ставки до 50 бп. на ближайшем собрании (согласно комментариям главы Банка России).
- Учитывая новую парадигму процентных ставок в корпоративном секторе (премия за риск между эшелонами незначительна), рекомендуем ориентироваться на верхний индикатив купона и эффективной доходности – 9,25 и 9,46% годовых соответственно.
- Вместе с тем мы считаем, что кривая корпоративных эмитентов не должна параллельно опуститься на уровень прогнозного процентного послабления. К примеру, облигации эмитентов металлургического сектора третьего эшелона (в том числе ЧТПЗ), по нашим оценкам, уже заложили снижение ставки с нынешних 9,25% годовых до 8,5% годовых.
- В долгосрочной перспективе, если Банк России достигнет постоянного целевого значения по инфляции с



незначительным ее отклонением, федеральные долги могут опуститься примерно на 100 бп. на горизонте одного года. Исходя из этих расчетов, новый выпуск ЧТПЗ 1P4 опустится в доходности на 50-60 бп. от верхней границы и на 30-40 бп. от нижней границы предложения. В абсолютном выражении спекулятивный доход составит в среднем 1,8%. Целевой уровень по доходности через один год равняется примерно 8,8-8,9% годовых, что эквивалентно премии к кривой ОФЗ около 200 бп. (фундаментальный спред за риск мы оцениваем в 200-220 бп., исходя из исторической зависимости компаний со схожим кредитным профилем).

#### Коротко о компании и наш среднесрочный взгляд

- ✎ Согласно отчетности по международным стандартам за 2016 год, совокупная выручка снизилась на 9% до 135 млрд руб. (здесь и далее г/г, если иное не указано) главным образом за счет падения объема реализации труб (-16%). Основная причина данного обстоятельства заключается в изменении графиков отгрузки труб ключевым заказчиком, которые перенесли сроки реализации своих проектов, особенно Газпром. Доля внешних доходов в консолидированной выручке выросла с 7 до 10%. Однако довольно сильно упали доходные статьи от реализации стальных труб и нефтесервисных услуг на локальном рынке сбыта на 13% до 115 млрд руб. Темпы падения показателя EBITDA оказались значительно ниже и составили 3% до 28 млрд руб. Этому способствовало повышение доли продаж продукции с высокой маржинальностью, вследствие чего, рентабельность по EBITDA улучшилась с 19,5 до 20,6%.
- ✎ В предстоящие несколько лет компания не планирует проводить крупные капитальные затраты (примерно 5 млрд руб. ежегодно), что должно благоприятно сказаться на генерации положительного свободного денежного потока. Напомним, что группа завершила крупный цикл инвестиционных расходов в конце 2015 года, благодаря чему долговая нагрузка экспоненциально снижается и в отчетном году соотношение чистый долг к EBITDA улучшилось с 3х до 2,7х. В основу долгового портфеля входят рублевые займы, полученные от крупных государственных банков. Риски рефинансирования мы оцениваем, как низкие, поскольку история показывает, что ключевые кредиторы проводят гибкую кредитную политику в отношении эмитента. Вместе с тем напомним, что в результате рефинансирования синдицированного кредита на 80 млрд рублей в январе этого года группа вывела основные активы из-под залогов. Однако на конце мая, в залоге у банков находятся 25% уставного капитала ЧТПЗ и 50% акций дочернего ОАО «Первоуральский инновационный завод».
- ✎ Следующие финансовые результаты за 1П17 будут



представлены ближе к августу. К данному периоду мы ожидаем ухудшения долговых метрик и снижения денежного потока в годовом выражении. Наше мнение подкрепляется фундаментальными и техническими факторами. В первом случае, основной пик отгрузок приходится на 2П17 по ряду крупных проектов. Во втором случае, 2П16 оказалось немного слабым, вследствие чего, из-за эффекта базы кредитные показатели временно ухудшатся. Впрочем, согласно комментариям менеджмента, весь свободный денежный поток будет направляться на погашение финансового долга и в течение двух лет долговая нагрузка сократится до 2,5х. В любом случае, фундаментальные метрики, по нашему мнению, останутся лучше основного конкурента по отрасли – ТМК (облигации торгуются на уровне ЧТПЗ).

- ✎ В текущем году ЧТПЗ намерена сохранить объемы производства на уровне 2016 года. Одной из стратегических целей является увеличение экспортных поставок с целью региональной диверсификации продаж в условиях сокращения спроса и повышения конкуренции на внутреннем рынке. По нашему мнению, игрок старается компенсировать выпавшие доходы от проектов с Газпромом («Сила Сибири» и Североевропейский газопровод»), реализация которых сильно отстает от запланированных графиков отгрузки труб. Напомним, что Газпром является самым крупным клиентом в нефтегазовом секторе – 32% выручки. Если смотреть долгосрочно, то до 2020 года ЧТПЗ имеет пакет крупных заказов, обеспечивающий хороший денежный поток, однако в дальнейшем, группе нужно адаптироваться к более низкому спросу на трубы большого диаметра, поскольку пройдет строительный пик по ряду нефтегазовых проектов.

*Артур Навроцкий,  
bonds@veles-capital.com*



## Интерактивные карты российского долгового рынка

Ломбард – корпоративные выпуски

Ломбард – банковские выпуски

Облигации инвестиционного рейтинга («BBB-» и выше)

Ликвидные рублевые выпуски

High Yield

### Государственные и муниципальные облигации

ОФЗ

Субфедеральные и муниципальные облигации

### Корпоративные облигации

Нефть и газ

Розничные сети и пищевая промышленность

Электроэнергетика

Строительство

Транспорт

Ипотечные компании

Машиностроение

Телекоммуникации

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Банки и Финансы

Нефтехимия и удобрения

Промышленность (прочее)

### Российские еврооблигации

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $\geq$  BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $<$  BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения свыше 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $\geq$  BBB+:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг  $<$  BBB+:

Банковские займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения свыше 5 лет:





## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2017 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilenkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко  
Начальник управления по работе с облигациями  
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко  
Начальник управления по работе с долговыми  
обязательствами  
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук  
Начальник отдела по работе с облигациями  
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Юлия Дубинина  
Специалист по работе с облигациями  
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Вязовецков  
Специалист по работе с облигациями  
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Мурад Султанов  
Специалист по работе с еврооблигациями  
MSultanov@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук  
Специалист по работе с еврооблигациями  
TKovalchuk@veles-capital.ru

Михаил Мамонов  
Начальник отдела по работе с векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

Сергей Юньков  
Специалист по работе с векселями  
SYunkov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова  
Специалист по работе с векселями  
OBogolubova@veles-capital.ru

## Аналитический департамент

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий  
Долговые рынки  
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева  
Долговые рынки  
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Егор Дахтлер  
Финансовый сектор  
EDakhtler@veles-capital.ru

Алексей Адонин  
Электроэнергетический сектор  
AAdonin@veles-capital.ru

Дмитрий Затравкин  
Нефть и газ  
DZatravkin@veles-capital.ru

Максим Воронов  
Потребительский сектор  
MVoronov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Сyprus, Nicosia  
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075  
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64  
www.veles-int.com