



9 ноября 2015 г.

## Мировые рынки

### Сильные payrolls изменили ожидания рынка по ставке

Ключевым событием в конце прошлой недели стала публикация отчета по рынку труда за октябрь, в котором зафиксировано резкое увеличение числа оплачиваемых рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях (на 271 тыс., в то время как ожидался прирост всего на 190 тыс.). Уровень безработицы опустился на 10 б.п. до 5%, что сопровождалось повышением оплаты труда (на 0,4% м./м., что также превысило ожидавшиеся +0,2% м./м.). В результате столь сильная статистика полностью компенсирует провал payrolls (до +137 тыс.), произошедший в сентябре: получается, что в среднем за последние 2 месяца прирост payrolls превышает 200 тыс., свидетельствуя о продолжающемся улучшении ситуации на рынке труда. После выхода отчета у большинства участников рынка теперь нет сомнений в том, что ключевая долларова ставка будет повышена в декабре: вероятность этого события, предполагаемая рынком фьючерсов, взлетела с 56% до 68%. Также заметным ростом отреагировали доходности UST (+10 б.п. до YTM 2,33% по 10-летним бумагам). Котировкам нефти Brent не удалось надолго задержаться выше отметки 50 долл./барр., опустившись ниже 48 долл./барр., под воздействием слабых данных за октябрь по торговому балансу Китая (экспорт упал на 6,9% г./г., импорт - на 18,8% г./г.), а также переоценки ожиданий по ключевой долларовой ставке. На этом фоне суверенные бонды РФ (Russia 42, 43) просели в цене на 1,5-2 п.п.

## Валютный и денежный рынок

### Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

На прошлой неделе короткие рублевые ставки денежного рынка практически не снизились, оставаясь в среднем на уровне 11,4-11,6%, то есть выше ключевой ставки ЦБ. Величина фактического притока бюджетных средств (около 370 млрд руб., наша оценка) оказалась в рамках прогнозов и не смогла полностью перекрыть изъятие Банком России почти 520 млрд руб. за счет сокращения лимитов недельного РЕПО (до 570 млрд руб.). Недостающий остаток был компенсирован приростом задолженности по депозитным аукционам Казначейства (на 150 млрд руб.). Но данное обстоятельство не слишком облегчает проблему неравномерного распределения ликвидности по системе, поскольку эти средства привлек лишь один банк. Снижению ставки не способствовало и сохранение о/п рублевой ставки по свопам существенно выше 11%. На этой неделе баланс факторов ликвидности будет смещен не в пользу какого-либо выраженного снижения коротких ставок денежного рынка. Казначейство в рамках депозитных аукционов предоставляет внушительные 600 млрд руб., но этого будет достаточно только для пролонгации предыдущей задолженности и не создаст дополнительной ликвидности. Кроме того, 11 ноября предстоит погашение около 740 млрд руб. задолженности перед ЦБ по кредитам 312-П, тогда как регулятор предлагает сегодня под их пролонгацию только 500 млрд руб. (на 3 мес. под мин. 11,25%, зачисление средств 11 ноября). По нашим оценкам, несмотря на конец периода усреднения при текущем запасе средств банки не могут сильно сократить остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ (1,68 трлн руб.), что также станет ограничительным фактором для снижения ставок. Потенциальный же приток госсредств на этой неделе может составить около 200 млрд руб. Суммируя все факторы, мы прогнозируем, что короткие ставки останутся повышенными вплоть до начала налогового периода с 16 ноября.

## Рынок корпоративных облигаций

ММК: под давлением цен и ухудшения структуры продаж. См. стр. 2

VimpelCom Ltd: есть повод для оптимизма. См. стр. 3

## ММК: под давлением цен и ухудшения структуры продаж

### В целом нейтральные результаты за 3 кв.

ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал в целом нейтральные финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО. Снижение выручки на 9% кв./кв. было обусловлено неблагоприятной ценовой конъюнктурой (-15,5% кв./кв.) и ослаблением рубля (-19% кв./кв.), что было частично компенсировано наращиванием объемов продаж на 8% кв./кв. (благодаря отложенному спросу на внутреннем рынке). Давление на рентабельность (-1,4 п.п. кв./кв. до 28,6%) оказали как продолжившееся снижение цен на металлопродукцию, так и ухудшение сортамента продаж (на внутреннем рынке доля продукции HVA сократилась с 47% во 2 кв. до 43%). Среди положительных моментов мы отмечаем рост операционного денежного потока почти в 2,5 раза в результате высвобождения средств из оборотного капитала (в основном за счет роста кредиторской задолженности).

Долговая нагрузка продолжила снижаться с 1,1х во 2 кв. до 1,0х Чистый долг/ЕБИТДА (без учета депозитов). Для погашения/рефинансирования краткосрочного долга (908 млн долл.) у компании имеются денежные средства - 336 млн долл., краткосрочные депозиты - 597 млн долл., а также доступны кредитные линии в объеме 1,1 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели ММК

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	1 502	1 645	-9%	4 658	6 225	-25%
ЕБИТДА	430	493	-13%	1 393	1 215	+15%
Рентабельность по ЕБИТДА	28,6%	30,0%	-1,4 п.п.	29,9%	19,5%	+10,4 п.п.
Чистая прибыль	78	272	-71%	546	106	+5,1х
Операционный поток	656	270	+2,4х	1 180	858	+37%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-245	-188	+30%	-584	-500	+17%
Капвложения	85	91	-7%	240	393	-39%
Финансовый поток	-206	-27	+7,6х	-413	-223	+85%

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 058	2 336	-12%
Краткосрочный долг	908	922	-1%
Долгосрочный долг	1 150	1 414	-19%
Чистый долг*	1 722	2 083	-17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,0х	1,1х	-

\* Без учета депозитов

\*\* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Сокращение выручки обусловлено снижением цен и девальвацией

Объемы реализации товарной продукции ММК в 3 кв. выросли на 8% кв./кв. за счет роста спроса на внутреннем рынке (+19,5% кв./кв.) при сокращении отгрузок на экспорт (-23% кв./кв.), соответственно доля продаж в РФ и СНГ достигла 80% против 73% кварталом ранее. При этом отметим ухудшение сортамента продаж на внутреннем рынке из-за снижения спроса на продукцию стана 5000 (из-за неравномерного графика поставок труб большого диаметра) и на холоднокатанный лист. Частично это было компенсировано повышением объемов продаж продукции глубокой переработки на экспорт - в итоге совокупно доля HVA продукции снизилась с 48,3% до 46,7%.

Несмотря на рост объемов продаж, выручка сократилась на 9% кв./кв. до 1,5 млрд долл. за счет падения средней цены реализации на 15,5% кв./кв. и ослабления рубля на 19% кв./кв.

### Рентабельность по ЕБИТДА под давлением цен и ухудшения сортамента продаж

Ослабление рубля при этом оказало поддержку показателю ЕБИТДА. Так, денежная себестоимость сляба снизилась на 18% кв./кв. до 196 долл./т. При этом эффект девальвации на ЕБИТДА был нивелирован снижением цен реализации и доли продукции HVA, в результате показатель ЕБИТДА снизился на 13% кв./кв., рентабельность по ЕБИТДА - до 28,6% с 30% во 2 кв.

Операционный денежный поток в 3 кв. вырос в 2,4 раза кв./кв. до 656 млн долл. за счет высвобождения из оборотного капитала 294 млн долл. против инвестиций в него 111 млн долл.

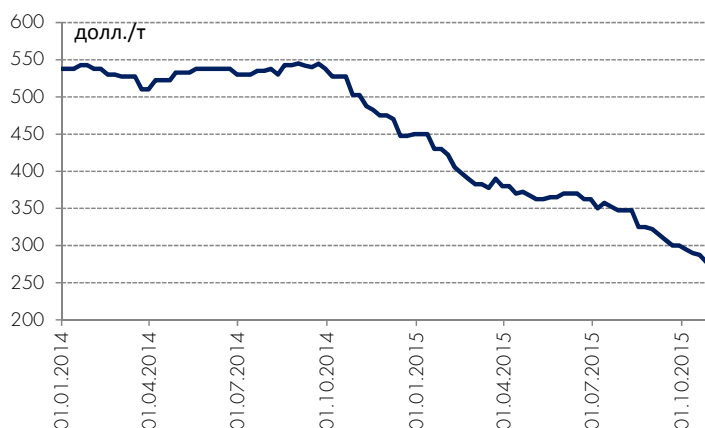
**Существенный рост операционного потока обеспечен оборотным капиталом**

кварталом ранее. Сокращение оборотного капитала обусловлено увеличением кредиторской задолженности (на 177 млн долл. из них 99 млн долл. - задолженность по выплате объявленных дивидендов за 1П 2015 г.), снижением запасов (-53 млн долл.) и дебиторской задолженности (-47 млн долл.).

Капвложения в 3 кв. составили всего 85 млн долл., и, исходя из подтвержденного плана на 2015 г. (400 млн долл.), в последнем квартале года инвестиции вырастут до 160 млн долл. (в связи с предстоящим капремонтом доменной печи №9).

В 4 кв. компания наблюдает сезонное падение спроса, что скажется на физических объемах отгрузки, а продолжающееся снижение мировых цен на сталь (по нашим оценкам, на 14% к уровню 3 кв. в основном в результате значительного роста экспорта из Китая) окажет давление на финансовые результаты.

**Снижение цен на г/к прокат с начала года составило ~40%**



**Компания прогнозирует снижение рентабельности в 2016 г.**

При сохранении курса 67 руб./долл. компания прогнозирует снижение рентабельности по EBITDA до 25% в 2016 г. (29-30% в этом году) из-за планируемого повышения тарифов естественных монополий. При этом спрос компания ожидает в целом на уровне 2015 г. с возможным дальнейшим его сокращением со стороны строительной отрасли и некоторым ростом спроса на трубы большого диаметра и ж/д металлопродукцию. Видимо, в связи с неблагоприятными перспективами рынка компания планирует в ближайшее время дальнейшее снижение долговой нагрузки ниже уровня 1,0x Долг/EBITDA LTM (1,15x по итогам 3 кв.).

Ликвидность в облигациях эмитента практически отсутствует.

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

## VimpelCom Ltd: есть повод для оптимизма

**Убыток от возможных потерь в связи с антикоррупционным делом на фоне стабилизации операционной деятельности**

VimpelCom Ltd (BB/Ba3/-) опубликовал результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО, впервые представив консолидированную отчетность без учета итальянского подразделения Wind, которое находится в процессе объединения с активом Hutchison. Компания продемонстрировала рост выручки без учета девальвационного эффекта, снижение рентабельности несколько хуже годового прогноза, а также отразила чистый убыток в размере 1 млрд долл. США в результате резервирования 900 млн долл. США под потенциальный убыток в связи с расследованием коррупционного дела в Узбекистане. Долговая нагрузка не изменилась по сравнению со 2 кв. 2015 г. и составила 1,3x в терминах Чистый долг/EBITDA. Менеджмент VimpelCom Ltd заявил о намерении продать башенную инфраструктуру и дал понять, что восстановление дивидендов является вопросом не самого ближайшего времени, что можно назвать позитивными факторами для кредитного профиля.

## Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	3 кв. 2014	изм.
Выручка	2 442	3 544	-31%
ЕБИТДА	1 018*	1 520	-33%
Рентабельность по ЕБИТДА	41,7%	42,9%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-1 005	105	-
Операционный поток	1 089	1 610	-32%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-928	-801	+16%
Капвложения	457	744	-39%
Финансовый поток	-199	-90	+2,2x
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 742	22 349	-56%
Краткосрочный долг	1 942	2 801	-31%
Долгосрочный долг	7 800	19 548	-60%
Чистый долг	5 437	17 904	-70%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,3x	1,3x	-

\* Без учета резерва на потенциальные убытки в связи с антикоррупционным расследованием в Узбекистане и юридические расходы в объеме 916 млн долл.

\*\* ЕБИТДА за последние 12 месяцев, коэффициент чистый долг/ЕБИТДА показан без учета итальянского бизнеса  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Выручка выросла впервые за два года

Снижение выручки в долларах США составило 31% г./г., но без учета девальвации валют развивающихся стран она продемонстрировала рост на 2% г./г., впервые со 2 кв. 2013 г. Выручка российского ВымпелКома снизилась на 1% г./г. в результате сокращения масштабов низкомаржинального сегмента транзита трафика, при этом выручка от мобильного бизнеса выросла на 1% г./г., что сопоставимо с динамикой МегаФона. Выручка в сегментах "Развивающиеся рынки" (Алжир, Пакистан, Бангладеш) и "Евразия" (страны СНГ) выросла на 2% г./г. в местных валютах, благодаря сильным результатам украинского, пакистанского и бангладешского подразделений, а также в результате замедления снижения показателей алжирского бизнеса благодаря изменению регулирования ставки интерконнекта.

Скорректированная рентабельность по ЕБИТДА (за вычетом резерва) составила 41,7%, что на 1,2 п.п. ниже, чем год назад. Снижение рентабельности во многом обусловлено девальвацией рубля, которая снизила рентабельность российского бизнеса на 1,6 п.п., при этом, без учета девальвационного эффекта рост рентабельности составил бы 1,6 п.п., а также давлением на рентабельность в Казахстане из-за резкой девальвации тенге и усиления конкуренции. Отношение капвложений к выручке составило 19%, а коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА не изменился по сравнению с прошлым кварталом и составил 1,3x.

### Годовой прогноз подтвержден, менеджмент ожидает удачного закрытия сделки в Италии, планирует продать сотовые вышки и не торопится с дивидендами

Прогноз на 2015 г. был подтвержден: незначительное снижение выручки в местных валютах (flat-to-low single digit), сокращение рентабельности по ЕБИТДА в пределах 1 п.п., капвложения на уровне 18-20% от выручки и Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 1,6x к концу года. Прогноз подразумевает снижение выручки в 4 кв. 2015 г. (в первые 9 мес. 2015 г. выручка в местных валютах выросла на 1% г./г.), и улучшение рентабельности по ЕБИТДА, которая снизилась на 1,2 п.п. за 9 мес. 2015 г.

В ходе телеконференции менеджеры VimpelCom Ltd рассказали о планах продать башенную инфраструктуру в среднесрочной перспективе, однако пока не смогли дать более детальной информации. Комментируя процесс слияния итальянских активов VimpelCom Ltd и Hutchison, CEO VimpelCom Ltd Жан-Ив Шарлье сказал, что закрытие сделки по-прежнему ожидается в течение года с момента ее объявления (до августа 2016 г.), и что отмена похожей сделки в Дании в этом году не является полноценным индикатором того, что сделка не состоится из-за разных масштабов консолидационных сделок. Помимо этого, руководство сообщило, что, несмотря на относительную стабилизацию денежных потоков и снижение долговой нагрузки после деконсолидации Wind, экономическая ситуация в большинстве стран присутствия остается нестабильной, что не позволяет вернуться к рассмотрению вопроса о дивидендной

9 ноября 2015 г.

политике. К тому же, одним из основных условий возобновления значительных дивидендных выплат является закрытие сделки в Италии, которое пока не произошло.

В настоящий момент бонды ВымпелКома котируются с премией (~100 б.п.) к выпускам МТС и дисконтом (50-100 б.п.) к бумагам Евраза, что мы считаем справедливым. В сегменте телекомов некоторый интерес представляет выпуск AFKSRU 19 (YTM 6,65%), который предполагает заметную премию 80-100 б.п. к выпускам ВымпелКома (по нашему мнению, справедливая премия составляет 50 б.п.). Рублевые евробонды VIP 18, котирующиеся с YTM 11,85% (РЕПО + 85 б.п.), выглядят справедливо оцененными.

**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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

### Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

### Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

### Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

### Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

### Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

### Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



# #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	ТКС 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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

### 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
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.