



17 декабря 2015 г.

## Мировые рынки

### **FOMC повышением ставки снял часть неопределенности с рынка**

Как и ожидалось большинством участников рынка, в результате вчерашнего заседания FOMC было принято решение повысить ключевую долларovou ставку на 25 б.п. до 0,25-0,5% (процентный коридор предоставления и абсорбирования ликвидности рынку), завершив таким образом ультрамягкую денежно-кредитную политику, длившуюся последние 7 лет. Помимо высоких payrolls (в среднем +218 тыс. за последние 3 месяца), как указано в пресс-релизе, основным аргументом принятого решения стала уверенность членов комитета в том, что инфляция (по данным на ноябрь, +0,5% г./г.) в среднесрочной перспективе достигнет целевого уровня 2%. Такие факторы, как низкие цены на нефть и укрепление доллара (=дешевый импорт), по мнению комитета, являются временными. В этой связи стоит отметить, что базовая инфляция (очищенная от продуктовой и энергетической компонент) уже находится вблизи целевого уровня (1,9%). В то же время глава ФРС подчеркнула, что монетарная политика останется стимулирующей, то есть резкого повышения ключевой ставки ждать не стоит (это было позитивно воспринято рынками акций: американские и европейские индексы прибавили 0,7-1,4%). Согласно консенсус-прогнозу FOMC, в конце 2016 г. ключевая ставка составит 1,375%, то есть повышение на 25 б.п. на каждом следующем заседании. Рынок не разделяет мнение FOMC: вероятность того, что ставка превысит 1,25% в конце 2016 г., составляет всего 8,8%, основная вероятность 79,3% сосредоточена в диапазоне 0,5-1,25% с почти равномерным распределением внутри него (с небольшим перевесом в пользу 0,75-1%). В пользу большой паузы до следующего повышения ставки выступает слабое состояние промышленного производства, а также большой объем плохих кредитов, вероятность дефолта по которым резко возрастет вместе с повышением стоимости обслуживания. Ожидаемое решение FOMC было нейтрально воспринято рынком UST (10-летние бонды остались вблизи YTM 2,25%).

## Экономика

### **Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими**

Инфляция уже вторую неделю подряд растет темпами 0,2%. При этом рост цен нельзя объяснить только удорожанием помидоров и огурцов, которое пока довольно умеренно после всплеска в ноябре. Снова высокими темпами дорожает гречка (10% с начала декабря), ускорение роста цен наблюдается на большинство продовольственных товаров, в том числе и на мясо. Напомним, что именно снижение цен на мясо было главным фактором сдерживания инфляции в ноябре. Если текущие тенденции продолжатся, то к концу декабря инфляция г./г. хоть и значительно снизится (за счет взрывного роста в декабре 2014 г. на 2,6%), но останется высокой, чуть ниже 13% (верхнее значение прогноза ЦБ). В январе, когда санкции против Турции вступят в силу, и давление на цены оказывает ежегодное повышение тарифов, месячные темпы инфляции вряд ли пойдут на спад. Принимая во внимание еще и вероятность сохранения высоких инфляционных ожиданий, в таких условиях существуют серьезные риски, что и на январском заседании ЦБ не решится снизить ключевую ставку.

## Рынок ОФЗ

### **Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки**

Состоявшиеся вчера аукционы, по нашему мнению, прошли успешно: из предложенных 15 млрд руб. разместить удалось 13,2 млрд руб. При этом интерес на покупку среднесрочных ОФЗ 26214 превысил предложение более чем в 3,5 раза, что, на наш взгляд, отражает сильные ожидания более низких доходностей на рынке госбумаг в следующем году (или, по крайней мере, отсутствие их повышения), в то время как у крупных банков на фоне бюджетного дефицита стоимость рублевого фондирования заметно снизилась (позволяя покупать ОФЗ даже с доходностью ниже ключевой ставки). О наличии сильной поддержки свидетельствует тот факт, что ОФЗ очень вяло реагируют на ослабление рубля, в то время как для восстановления доходностей достаточна даже стабилизация валютного курса. Одним из объяснений является отрицательный объем чистого размещения классических госбумаг в этом году, с одной стороны, и бюджетный дефицит, с другой. Скорее всего, эти факторы продолжают действовать, по крайней мере, в начале следующего года, что может привести даже к снижению доходностей ОФЗ, однако при условии, что нефть не продолжит дешеветь.

Плавающие ОФЗ 29006 встретили не столь высокий интерес (спрос на 10 млрд руб. составил всего 9,2 млрд руб.) как ОФЗ с фиксированной ставкой купона. По цене отсечения 101,65% от номинала выпуск 29006 соответствует премии 100 б.п. к ставке 6M RUONIA. Мы считаем плавающие выпуски лучшей альтернативой фиксированной ставке при текущих рисках.

## Рынок корпоративных облигаций

Мечел: все по-прежнему. См. стр. 2

## Мечел: все по-прежнему

Улучшения за счет девальвации

Высокая долговая нагрузка, проценты по кредитам превышают EBITDA

Мечел (-/-/-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по US GAAP, поддержку которым по-прежнему оказала девальвация рубля: снижение себестоимости и прочих расходов опережающими выручку темпами привело к росту рентабельности по EBITDA до 19,7% в 3 кв. против 15,4% во 2 кв. 2015 г. Также за счет ослабления рубля снизился размер долга на 7% до 6,5 млрд долл. Однако долговая нагрузка по-прежнему остается высокой - 8,0x Чистый долг/EBITDA. Кроме того, размер процентных платежей как в 3 кв., так и за 9М в целом (244 и 735 млн долл., соответственно) превышает генерируемую компанией операционную прибыль (EBITDA=197 и 587 млн долл.). Отметим, что в сумму процентных платежей включены штрафы и пени за просроченные платежи в размере 77 и 263 млн долл. за 3 кв. и 9М 2015 г., если их не учитывать (если они будут списаны при реструктуризации долга), то тогда можно говорить о том, что получаемая компанией EBITDA покрывает затраты на обслуживание долга.

Во время телеконференции менеджмент сообщил, что переговоры со Сбербанком о реструктуризации долга находятся в финальной стадии (согласованы условия и кредитные соглашения, ожидается их подписание в ближайшее время). Реструктуризация PXF на 1 млрд долл. ожидается после завершения переговоров с госбанками-кредиторами. Менеджмент пока не раскрывает детали достигнутых договоренностей, отметив, что в результате реструктуризации долг компании уменьшен не будет, предусматривается только отсрочка/перенос сроков погашения кредитов (ранее в СМИ была информация, что по долгу перед ВТБ предусматривается отсрочка погашения тела долга до апреля 2017 г. с последующим ежемесячным погашением до апреля 2020 г.). Кроме того, в рамках сделки по реструктуризации задолженности перед госбанками возможно вхождение банков в совет директоров Мечела. Также во время звонка было снова озвучено, что возможна продажа долей в Эльгинском проекте банкам-партнерам, что позволит снизить долговую нагрузку компании, однако, по нашим оценкам, это сокращение будет несущественным (в лучшем случае она останется выше 6,5x Чистый долг/EBITDA).

### Ключевые финансовые показатели Мечела

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	1 003	1 159	-13%	3 275	5 022	-35%
EBITDA	197	179	+10%	587	489	+20%
Рентабельность по EBITDA	19,6%	15,4%	+4,2 п.п.	17,9%	9,7%	+8,2 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-780	40	-	-1 006	-1 219	-
Операционный поток	115	80	+44%	306	699	-56%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-41	-76	-46%	-167	-436	-62%
Капвложения	24	58	-59%	115	417	-72%
Финансовый поток	-53	-31	+71%	-152	-417	-63%

  

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 490	7 019	-7%
Краткосрочный долг	6 420	7 003	-8%
Долгосрочный долг	70	16	+4,4x
Чистый долг	6 454	6 974	-8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	8,0x	8,2x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение выручки и в добывающем и металлургическом сегментах

Сокращение общей выручки на 13% кв./кв. в долларовом выражении произошло в основном за счет девальвации рубля (-19% кв./кв.)

В добывающем сегменте этот показатель упал на 17% кв./кв. до 302 млн долл. преимущественно вследствие девальвации рубля. Из-за слабой рыночной конъюнктуры на мировых рынках компания перенаправляла продукцию на внутренний рынок, а также максимально использовала уголь в собственном производстве. Объемы реализации концентрата коксующегося угля выросли на 5% кв./кв., железорудного концентрата - на 23% кв./кв., кокса - на 5% кв./кв. при снижении продаж углей PCI на 29% кв./кв. (падение спроса со

стороны Китая, частично было компенсировано наращиванием продаж в Японию), антрацитов - на 18% кв./кв. (сокращение экспортных поставок в связи с низкой ценой).

Средние цены реализации в долларовом выражении снижались кв./кв. на все без исключения виды продукции этого сегмента: на концентрат коксующегося угля - на 14%, коксующийся уголь - на 5%, антрациты и угли PCI - на 16%, железную руду - на 30%.

В металлургическом сегменте выручка снизилась на 10% кв./кв. до 612 млн долл., также оказавшись под давлением девальвации национальной валюты, поскольку реализация осуществляется преимущественно (68%) на внутреннем рынке в рублях. Цены в долларовом выражении снизились в зависимости от продукта на 11-17%. При этом поддержку оказали рост объемов и улучшение структуры продаж: сортовой прокат +1% кв./кв., товарная заготовка +81% кв./кв. (в том числе продажа накопившихся запасов), метизы +12% кв./кв., кованные изделия +5% кв./кв.

**Рентабельность  
росла за счет  
девальвации рубля**

В то же время в результате обесценения рубля рентабельность добывающего сегмента повысилась за 3 кв. с 19,4% до 24,1%, рентабельность металлургического сегмента выросла с 11,4% до 13,3%, в том числе и за счет снижения стоимости используемого сырья. Так, себестоимость в Южном Кузбассе, на Якутугле и на Эльге снизилась на 17%, 26% и 22% кв./кв., соответственно. На Коршуновском ГОКе производственные издержки упали на 34% кв./кв. В металлургическом сегменте cash-costs в среднем упали на 10% кв./кв., несмотря на инфляцию издержек.

Отметим, что резкий рост чистого убытка до 780 млн долл. в 3 кв. связан в основном с "бумажными" убытками по курсовым разницам в размере 767 млн долл.

**Высвобождение  
средств из  
оборотного капитала  
поддержало  
операционный поток**

Чистый операционный денежный поток в 3 кв. вырос на 44% кв./кв. до 115 млн долл. за счет ускорения высвобождения средств из оборотного капитала (157 млн долл. против 125 млн долл. кварталом ранее). Опять же, только средства из оборотного капитала удержали операционный поток в области положительных значений, поскольку проценты по долгу "съедают" всю операционную прибыль. Капвложения в 3 кв. составили 24 млн долл., за 9М - 115 млн долл., что согласуется с планами компании по капзатратам на 2015 г. на уровне 150 млн долл. В 2016 г. компания планирует, что капзатраты будут минимальны, сарех на поддержание существующих мощностей составит, как и в этом году, 40 млн долл., кроме этого, возможны небольшие эффективные быстро окупаемые проекты.

В 2016 г. компания планирует произвести 25 млн т угля (+10% г./г. благодаря Эльгинскому проекту), 3,5 млн т железорудного концентрата, 2,6 млн т кокса и 4 млн т стали и проката. Причем Эльгинский проект, несмотря на девальвацию рубля, по-прежнему остается прибыльным, в 2015 г. ожидается объем добычи 4 млн т угля (уже произведено 3,8 млн т), в 2016 г. - 5 млн т. Для себя компания видит следующие прибыльные ниши в следующем году: нержавеющей прокат, толстый лист, качественный прокат. Также Мечел надеется на стабильность своих продаж сортового проката для строительной отрасли. Все это должно поддержать операционные результаты компании, однако ценовая конъюнктура по-прежнему остается негативной, что вряд ли позволит существенно снизить высокую долговую нагрузку.

**Рублевые облигации  
предполагают низкую  
вероятность  
исполнения  
эмитентом своих  
обязательств**

Рублевые облигации Мечел13,14 (которые в сентябре были реструктурированы) котируются на уровне 66-68% от номинала к погашению в сентябре 2020 г. (предусмотрены амортизация и купон, привязанный к ключевой ставке ЦБ). По нашим оценкам, YTM этих бумаг соответствует 40% и предполагает высокую вероятность неисполнения (полного или частичного) эмитентом своих обязательств в будущем. Обеспокоенность вызывает, по-прежнему, высокий уровень долга, обслуживание которого едва покрывается операционным потоком (EBITDA лишь на 80% покрывает процентные платежи с учетом пеней и штрафов). То есть компания, скорее всего, не сможет накопить достаточный запас средств для погашения основного тела долга (при текущем уровне EBITDA), остается рассчитывать лишь на очередную девальвацию рубля и/или списание долга.

Ирина Ализаровская  
irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900 (8674)

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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

### Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

### Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

### Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

### Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

### Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

### Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



# #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 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.