



## Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

26 октября 2016 г.

### Экономика

#### Заседание ЦБ: сюрпризов не ждем

Пятничное заседание ЦБ не несет интриги по поводу ключевой ставки. Регулятор, скорее всего, оставит ее без изменений (10%). С одной стороны, его жесткая риторика и недвусмысленный сигнал на прошлом заседании в целом практически исключили возможность снижения ставки до конца года. С другой стороны, заметных фундаментальных улучшений в динамике инфляции и инфляционных ожиданий также не произошло. Годовые темпы инфляции продолжают снижаться в основном за счет эффекта высокой базы прошлого года, в то время как сезонно сглаженная динамика демонстрирует лишь незначительные изменения. Так, инфляция в сегменте товаров немного замедлилась (на продовольственные товары – до 0,24% м./м. против 0,3% м./м. в августе, на непродовольственные – осталась неизменной на уровне 0,54% м./м.), а в сегменте услуг даже произошло ускорение – с 0,35% м./м. до 0,57% м./м. Инфляционные ожидания населения, согласно опросу ЦБ, снижаются, но неустойчиво. Стоит отметить, что произошли позитивные изменения в инфляционных ожиданиях участников рынка: сентябрьский опрос Bloomberg зафиксировал снижение траектории консенсус-прогноза по инфляции на 0,3-0,5 п.п. Однако участники рынка по-прежнему не верят в достижимость цели ЦБ в 4% к концу 2017 г. Все это, как мы думаем, говорит в пользу сохранения умеренно жесткой монетарной политики. В нашем базовом сценарии ЦБ может возобновить снижение ключевой ставки лишь в марте следующего года.

### Рынок ОФЗ

#### Аукционы: во время затишья Минфин решил предложить длину

На сегодняшнем аукционе предлагаются 10-летние ОФЗ 26219 в объеме 10 млрд руб. За неделю, прошедшую с предыдущего аукциона, рынок госбумаг восстановил большую часть потерь, понесенных в предыдущие недели: доходности вдоль кривой снизились на 10-15 б.п., при этом длинные выпуски ушли в диапазон YTM 8,34-8,46%. Также восстановление наблюдалось и на рынках гособлигаций Бразилии и Турции. Учитывая, что спреды длинных ОФЗ над средней стоимостью фондирования банков находятся вблизи своих минимумов (см. наш комментарий "Стоимость фондирования препятствует снижению доходностей госбумаг" от 14 октября 2016 г.), а также значительное увеличение предложения новых бумаг в ноябре-декабре (до 30 млрд руб. на каждом аукционе), мы не видим большого потенциала для снижения доходностей длинных ОФЗ. Покупка 26219 может быть интересна лишь с премией к рынку по YTM 8,4-8,45%, что соответствует 96,46-96,77% от номинала. Лучшей им альтернативой мы считаем среднесрочные классические выпуски 26216, 26210 с YTM 8,75%, а также плавающие ОФЗ 29011.

#### Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

В связи с постепенным исчерпанием средств Резервного фонда и из-за сохранения высоких расходов (так, в 2016 г. по плану они не снизятся, а вырастут г./г.) для денежного рынка могут наступить новые реалии уже в ближайшие месяцы и точно наступят в 2017 г. (в зависимости от поступления средств по приватизации Роснефти). Эти новые реалии обусловлены существенным снижением доли Резервного фонда в источниках финансирования бюджетного дефицита: так, в 2016 г. лишь 449 млрд руб., привлеченных на внутреннем рынке госбумаг, будет использовано для финансирования дефицита 3,03 трлн руб. или 3,7 трлн руб., соответственно, если средства от продажи акций Роснефти поступят или не поступят в бюджет (остальная часть в основном за счет Резервного фонда), а в 2017 г. чистые заимствования на внутреннем рынке возрастают до 1,05 трлн руб. при дефиците 2,75 трлн руб. Финансирование дефицита средствами от приватизации или заимствований в отличие от Резервного фонда является фактором изъятия рублевой ликвидности с рынка, как следствие, снижение стоимости фондирования будет происходить меньшими темпами (по нашим оценкам, на 0,5-0,75 п.п. в 2017 г. против 1,77 п.п. за последние 12 месяцев). Кроме того, в новых реалиях возрастет потребность банков в рефинансировании (на МБК или в ЦБ) в связи с перераспределением ликвидности, поступившей с бюджетными расходами, между банками вследствие трат бюджетных средств их получателями. В итоге, с одной стороны, потенциал для снижения стоимости фондирования и доходностей классических ОФЗ ограничен, а с другой – увеличивается зависимость банков от краткосрочной ликвидности (несмотря на приближение структурного профицита, ставка RUONIA большую часть времени будет превышать ключевую ставку по причине наличия особенности на денежном рынке, см. подробнее наш комментарий от 21 октября). Как следствие, мы ожидаем повышения спроса на ОФЗ с плавающей ставкой купона и снижения на ОФЗ с фиксированной ставкой.

### Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: на волне ценового ралли. См. стр. 2

## Северсталь: на волне ценового ралли

### Результаты за 3 кв. поддержаны ростом цен

Северсталь (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовала достаточно сильные финансовые результаты за 3 кв. 2016 г. по МСФО благодаря отражению в результатах с лагом ралли цен на сталь, прошедшего во 2 кв. При этом низкий спрос привел к снижению объемов реализации, а также ухудшению структуры продаж (доля HVA-продукции снизилась на 1 п.п. до 42% и остается на низком уровне с начала года, для сравнения - 47% в 2015 г., 50% в 2014 г.), несмотря на ввод во 2 кв. стана холодной прокатки после модернизации.

### Снижение маржи из-за всплеска цен на коксующийся уголь может быть нивелировано ростом цен на сталь

В итоге выручка Северстали в 3 кв. практически не изменилась кв./кв., составив 1,6 млрд долл., показатель EBITDA вырос на 11% кв./кв. до 584 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 3,5 п.п. до 36,8%. В 4 кв. мы ожидаем снижения показателей ввиду коррекции цен на сталь в 3 кв. (-12,5% кв./кв. экспортные цены). Резкий скачок цен на коксующийся уголь в 4 кв. до 200 долл./т с учетом ожидания нами коррекции до 140-150 долл./т и обеспеченности Северстали собственным углем на 60% приведет к сокращению годовой EBITDA, при прочих равных, на ~7% (и рентабельности - на 2-3 п.п.), однако всплеск цен на коксующийся уголь должен поддержать цены на конечную продукцию (экспортные цены на г/к прокат уже отыграли 7% с конца 3 кв.), что может нивелировать снижение маржи.

### Долговая нагрузка по-прежнему на низком уровне

Долговая нагрузка повысилась за 3 кв. с 0,3х до 0,5х Чистый долг/EBITDA за счет сокращения накопленных денежных средств из-за выплаты дивидендов (за 4 кв. 2015 г., 1 и 2 кв. 2016 г.). По-прежнему у компании остается значительный запас денежных средств (1,1 млрд долл.) и невыбранных кредитных линий (625 млн долл.), которые на 85% покрывают весь долг компании (объем ближайших погашений: в 4 кв. 2016 г. - 57 млн долл., в 2017 г. - 643 млн долл.).

### Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	1 588	1 580	0%	4 265	5 000	-15%
EBITDA	584	526	+11%	1 383	1 695	-18%
Рентабельность по EBITDA	36,8%	33,3%	+3,5 п.п.	32,4%	33,9%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	429	608	-29%	1 307	672	+94%
Операционный поток	429	441	-3%	936	1 446	-35%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-257	-113	+2,3х	-506	-214	+2,4х
Капвложения	-122	-117	+4%	-358	-317	+13%
Финансовый поток	-1 099	183	-	-962	-1 373	-30%

  

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 084	2 577	-19%
Краткосрочный долг	143	586	-76%
Долгосрочный долг	1 941	1 991	-2%
Чистый долг	943	511	+84%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,5х	0,3х	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост цен нивелировал снижение объемов

Выручка в основном дивизионе компании - "Российская сталь" выросла на 1,5% кв./кв. до 1,47 млрд долл., в дивизионе "Северсталь Ресурс", напротив, снизилась на 5% кв./кв. до 281 млн долл.

В стальном дивизионе из-за низкого спроса в РФ (снижение активности трейдеров, ослабление потребления) объемы продаж сократились на 5% кв./кв. до 2,66 млн т, при этом произошло ухудшение структуры продаж (несмотря на рост отгрузки х/к проката на 5% кв./кв. после запуска стана на ЧерМК, снизились объемы реализации по всем видам продукции, кроме низкомаржинальных полуфабрикатов +34% кв./кв.). Средняя цена реализации в долларах повысилась до 498 долл./т, или на 6% кв./кв., все еще отражая резкий рост цен 2 кв.

В сырьевом дивизионе объемы продаж концентрата коксующегося угля продолжили снижаться (-16% кв./кв. до 0,9 млн т) после аварии на шахте "Северная" при повышении цен на 6% кв./кв. в

соответствии с мировой тенденцией; объемы продаж окатышей снизились на 2% кв./кв. до 2,79 млн т, средние цены на них повысились на 2% кв./кв., на концентрат - в среднем снизились на 6% кв./кв.

**Рентабельность поддержал рост цен и сокращение затрат на ремонт**

Показатель EBITDA в дивизионе "Северсталь Российская Сталь" вырос на 12% кв./кв. до 488 млн долл. благодаря росту цен на металлопродукцию и снижению операционных затрат (по данным компании, за счет сокращения ремонтных работ) при достаточно стабильном курсе рубля (укрепление на 2% кв./кв.). Денежная себестоимость (cash cost) сляба на Череповецком комбинате сократилась на 4% до 213 долл./т. Рентабельность по EBITDA повысилась с 30% до 33% за 3 кв. 2016 г.

**Резкий рост себестоимости на Воркутаугле**

В сырьевом дивизионе этот показатель упал на 13% кв./кв. до 88 млн долл., рентабельность - на 3 п.п. до 31% в основном в результате резкого роста себестоимости на Воркутаугле - с 58 до 77 долл./т, или +33% кв./кв. из-за снижения общих объемов производства после аварии, при средней цене реализации в 3 кв. 78 долл./т.

**На 4 кв. придется большая часть годовой инвестпрограммы**

Чистый операционный денежный поток в 3 кв. снизился на 3% кв./кв. до 429 млн долл., что было обусловлено инвестициями в оборотный капитал (86 млн долл. против высвобождения из него 11 млн долл. кварталом ранее), в основном в результате роста запасов. Тем не менее, его было достаточно для финансирования капвложений (122 млн долл.). Отметим, что по итогам 9М было инвестировано всего 358 млн долл., в то время как годовой план предполагает расходы в объеме 43 млрд руб. (~660 млн долл.), т.е. 46% инвестпрограммы придется на 4 кв., хотя компания не исключает, что часть этих затрат будет перенесена на 2017 г.

Бонды Северстали выглядят дорого: CHMFRU 22 торгуется с YTM 4,27% на уровне GAZPRU 22 (@ 4,95%) и с дисконтом 11 б.п. к GMKNRM 22. Среди бумаг второго эшелона мы рекомендуем VIP 23 (@ 7,25%) с доходностью 6,02%. Для консервативных инвесторов мы рекомендуем покупать бумаги RUSSIA 28, которые после недавней ценовой коррекции поднялись в доходности до YTM 4,37% (спред к близким по дюрации RUSSIA 26 превышает 40 б.п.).

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Рост промышленности оживился в августе, но до +1% к концу года не дотягивает

Падение ВВП в июле не показало признаков ускорения

### Рынок облигаций

"Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

ВТБ придумал экзотический способ для привлечения коротких рублей

Инверсия кривой вновь возросла

### Банковский сектор

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

### Инфляция

Инфляция на нуле, в тренде на снижение к 6%+ до конца года

Инфляция в августе "нырнула" ниже 7%

### Монетарная политика ЦБ

Банк России снизил ключевую ставку до уровня в 10,0%, но ужесточил риторику

### Ликвидность

Рост профицита ликвидности беспокоит ЦБ

После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

### Валютный рынок

Повышение ФОР по валюте начинает сказываться на рынке

Платежный баланс: ввоз капитала компенсирует отрицательное сальдо счета текущих операций

Рубль слабо реагирует на восстановление нефти. Оправдано повышение рублевой цены на нефть

### Бюджетная политика

Дефицит бюджета практически перестал расти, но это временное явление



# #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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+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.