



## Мировые рынки

### ФОМС не сигнализирует о повышении ставки

Вчера FOMC сохранил ключевую долларовую ставку (как ожидали почти все участники рынка) и улучшил оценку текущего состояния экономики, отметив позитивную динамику расходов домохозяйств и рынка труда. Таким образом, повышение ставки в этом году возможно, но четких сигналов о том, когда и при каких обстоятельствах это произойдет, дано не было (из чего можно сделать вывод о том, что в сентябре повышение также вряд ли случится). Было отмечено отставание текущего уровня инфляции (1%) от целевого (2%) в качестве одного из факторов, обуславливающих низкую ключевую ставку (относительно ее долгосрочного ожидаемого уровня). Рынок UST отреагировал заметным падением доходностей на 6 б.п. до 1,5% по 10-летним бондам, по-видимому, некоторые участники предполагали более "ястребиный" тон пресс-релиза, учитывая позитивную макростатистику. Индекс акций S&P просел на 0,12%, при этом движение вверх заметно замедлилось в последнее время, что указывает на вероятное изменение "бычьего" тренда.

### Прирост запасов усилил коррекцию нефти

Опубликованный вчера отчет EIA свидетельствует о недельном приросте коммерческих запасов нефти в США (+1,7 млн барр.) после их снижения 7 недель подряд, что, скорее всего, отражает повышение буровой активности, в т.ч. в сланцевой нефти. Котировки Brent отреагировали падением ниже 44,5 долл./барр. Отметим, что во 2П прошлого года также наблюдался прирост запасов нефти, сопровождавшийся коррекцией цен. Судя по всему, схожая динамика будет наблюдаться и в этом году. Помимо продолжающегося восстановления добычи нефти в США негативным фактором для котировок нефти также являются переговоры Ирака с Exxon Mobil и PetroChina о разработке двух месторождений для поддержания уровня добычи 4,8 млн барр. в сутки. С точки зрения технического анализа на прошлой неделе произошел выход из нисходящего треугольника с формированием "медвежьего" тренда.

## Рынок корпоративных облигаций

### МегаФон: потребительский бум обрушил рентабельность

МегаФон (BB+/Ba1/BB+) вчера опубликовал результаты за 2 кв. 2016 г., которые оказались хуже ожиданий рынка в части рентабельности, и подтвердил прогноз на 2016 г., который теперь не выглядит чересчур консервативным, с учетом сохраняющейся сильной конкуренции на рынке. Рентабельность по EBITDA снизилась на 8,1 п.п. г./г. до 37,5%, в первую очередь, за счет роста в сегменте розничных продаж оборудования, что было объяснено оживлением потребительской активности и резким ростом спроса на смартфоны и планшеты. Долговая нагрузка осталась на уровне 1,3x Чистый долг/OIBDA, а доля рублевых инструментов выросла до 90% с учетом хеджирования. Совет директоров также вынес на голосование на собрании акционеров предложение о выделении башенной инфраструктуры в отдельную компанию, что упростило бы возможную продажу башен (однако она является лишь одним из вариантов развития актива, окончательного решения пока нет). Выпуски Мегафон-6,7 с YTP 9,94-10 @ март 2018 г. выглядят дорого: спред к ОФЗ составляет всего 69-75 б.п. (лучшей альтернативой являются ОФЗ).

НЛМК: 3 квартал должен быть лучше. См. стр. 2

НОВАТЭК: сделка по финансированию Ямал СПГ сняла кредитные риски. См. стр. 4

## Экономика

### Недельная инфляция остается стабильной

По данным Росстата, оценка инфляции за неделю с 19 по 25 июля осталась на уровне 0,1% н./н., при этом среднедневной темп прироста немного увеличился – с 0,012% до 0,017%. В результате, по нашим оценкам, в годовом выражении инфляция оказалась на уровне 7,3% г./г., а накопленное с начала года значение составило 4%. Вклад в рост цен вносит остаточный эффект от индексации тарифов (услуги по водоснабжению и водоотведению подорожали на 0,8-1,0% н./н.), но сезонная дефляция в ценах на фрукты и овощи (-1,5% н./н.) сдерживает этот негативный эффект. На фоне индексации тарифов мы ожидаем ускорение месячных темпов роста цен в июле до 0,6-0,7% м./м. Вместе с тем, за счет эффекта высокой базы прошлого года (более значительное повышение тарифов) в годовом выражении инфляция сможет снизиться с 7,5% г./г. до 7,3-7,4% г./г.

## Рынок ОФЗ

### Неожиданно сильный спрос на слабеющем рубле

Результаты вчерашних аукционов оказались заметно лучше наших ожиданий: оба выпуска были размещены в полном объеме (25 млрд руб.) без существенных ценовых дисконтов. Доходность по цене отсечения 26219 составила YTM 8,75% (всего на 4 б.п. выше закрытия дня до аукциона), но, судя по удовлетворенным заявкам, покупателем мог стать крупный участник. По выпуску 29011 отсечка прошла на уровне 102,76% от номинала. Мы считаем, что коррекция рубля продолжится (сейчас рубль отстает от нефти), что делает непривлекательными для покупки длинные выпуски. Лучшей альтернативой для покупки, по нашему мнению, являются классические среднесрочные ОФЗ 26214 с YTM 8,9-8,95%.

## НЛМК: 3 квартал должен быть лучше

### Результаты могли бы быть лучше

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал неплохие финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые в целом могли бы быть еще лучше. Так, при росте мировых цен на сталь более чем на 30% кв./кв. (данные НЛМК; +53% на г/к прокат - наша оценка), выручка компании повысилась лишь на 18,5% кв./кв., что, на наш взгляд, связано с 1) увеличением объемов внутригрупповых продаж слэбов (в этой связи упали объемы реализации 3-м лицам, что привело к сокращению объемов продаж в РФ на 14% кв./кв.); 2) лагом (до 2-х мес.) в признании выручки от экспортных продаж; 3) отставанием роста цен в РФ от экспортных. Мы ожидаем, что прошедшее ценовое ралли и положительный эффект от снижения продаж слэбов на зарубежные активы найдут отражение в результатах 3 кв. 2016 г.

### Поддержку рентабельности оказали зарубежные активы, дивизион сортового проката

Показатель EBITDA повысился на 59% кв./кв. (при этом из-за внутренних продаж слэбов компания оценивает недополученную прибыль в 34 млн долл., или 7% EBITDA), рентабельность по EBITDA - на 6,2 п.п. до 24,6%. Поддержку рентабельности оказали зарубежные активы (14% против 3% в 1 кв.), дивизион сортового проката (17% против убытка в 1 кв.), а также в целом рост объемов продаж с высокой добавленной стоимостью (+14% кв./кв.). При этом негативным фактором стало укрепление рубля (на 12% кв./кв.) - рентабельность в дивизионе российский плоский прокат повысилась лишь на 2 п.п. Денежная себестоимость слэба выросла на 21% кв./кв. в долларах США против +7% кв./кв. в рублях.

### Рост Чистого долга в связи с выплатой дивидендов, тем не менее, долговая нагрузка остается на низком уровне

Чистый долг компании во 2 кв. повысился на 19% в результате выплаты дивидендов за прошлые периоды (324 млн долл.). Долговая нагрузка немного повысилась - до 0,8x Чистый долг/EBITDA (по нашим оценкам, включая депозиты, но без учета краткосрочных вложений). Краткосрочный долг в размере 608 млн долл. покрывается накопленными денежными средствами (327 млн долл.) и депозитами (1,23 млрд долл.); кроме того, компании доступны кредитные линии в объеме 1,15 млрд долл. Во 2 кв. компания рефинансировала часть выпусков NLMK 18 (@ 4,45%) и NLMK 19 (@ 4,95%) на 571 млн долл., выпустив 7-летний евробонд (@4,50%) на 700 млн долл.

### Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	1 869	1 577	+18%	3 446	4 356	-21%
EBITDA	460	290	+59%	750	1 120	-33%
Рентабельность по EBITDA	24,6%	18,4%	+6,2 п.п.	21,8%	25,7%	-3,9 п.п.
Чистая прибыль	187	56	+3,3x	243	482	-50%
Операционный поток	319	421	-24%	740	877	-16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-299	-9	+33,2x	-308	-389	-21%
Капвложения	-160	-121	+32%	-280	-296	-5%
Финансовый поток	-242	-231	+5%	-473	-271	+74%
В млн долл., если не указано иное		30 июня 2016		31 марта 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		2 797		2 666		+5%
Краткосрочный долг		608		597		+2%
Долгосрочный долг		2 190		2 069		+6%
Чистый долг*		1 243		1 048		+19%
Чистый долг/EBITDA LTM**		0,8x		0,7x		-

\* За вычетом накопленных денежных средств и эквивалентов, а также депозитов, по нашим расчетам

\*\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение операционного потока в связи с ростом оборотного капитала**

Несмотря на рост EBITDA, операционный денежный поток во 2 кв. сократился на 24% кв./кв. до 319 млн долл. в результате инвестирования 61 млн долл. в оборотный капитал против высвобождения 164 млн долл. в предыдущем квартале за счет роста запасов. Капвложения (160 млн долл.) были профинансированы из операционного денежного потока. Напомним, на ближайшие 3 года компания прогнозирует инвестиции на уровне 550-600 млн долл. ежегодно. В 2016 г. достаточно высокие (в сравнении с другими металлургами) капвложения связаны с завершением строительства фабрики окомкования на Стойленском ГОКе (ввод запланирован на сентябрь 2016 г., произвести до конца года намечено 0,5-1 млн т окатышей, в 2017 г. - 6 млн т), в дальнейшем - в связи с плановыми капремонтами.

**В 3 кв. ожидается улучшение результатов**

В 3 кв. компания ожидает улучшения результатов иностранных активов, а также в целом финансовых результатов группы. Кроме того, к концу года прогнозируется постепенное снижение долговой нагрузки. Отметим, что уровень цен на г/к прокат относительно пика 2 кв. (477,5 долл./т) сейчас снизился на 30% до 367,5 долл./т. Мы также ожидаем дальнейшую коррекцию цен, поскольку перепроизводство в Китае и потенциал экспорта из этой страны пока остаются высокими. НЛМК полагает, что сокращение экспорта из Китая возможно в связи со снижением цен с пиковых значений во 2 кв., что, на наш взгляд, спорно.

**Бонды выглядят дорого**

Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды NLMK 19, 23 выглядят дорого, котируясь на уровне кривой Газпрома. Лучшей им альтернативой являются долларовые SIBNEF 23 (YTM 5,17%), а также номинированные в евро GAZPRU 20.

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## НОВАТЭК: сделка по финансированию Ямал СПГ сняла кредитные риски

### Свободный денежный поток ускорит рост

Вчера НОВАТЭК (BB+/Ba1/BBB-) представил финансовые результаты по МСФО по итогам 2 кв. 2016 г., которые мы оцениваем позитивно с точки зрения кредитного профиля компании. В первую очередь стоит отметить низкий уровень капитальных вложений (-53% г./г.), что должно транслироваться в существенный рост свободного денежного потока в 2016 г. Тем не менее, во 2 кв. из-за негативного эффекта от роста оборотного капитала (на 12,3 млрд руб.) свободный денежный поток сократился на 21% г./г. При этом в целом по итогам 1П 2016 г. его рост достиг 45% г./г. Ранее свободные средства компания направляла на развитие проекта Ямал СПГ, но после привлечения в мае на этот проект инвестиций в объеме 12 млрд долл. от китайских партнеров НОВАТЭК может направлять эти средства на другие нужды (сокращение долга, выплату дивидендов и на финансирование новых проектов). Так, во 2 кв. общий долг снизился на 16% кв./кв. до 242 млрд руб., также были выплачены дивиденды в объеме 20,8 млрд руб. Долговая нагрузка осталась практически без изменений (1,24x Чистый долг/ЕБИТДА).

### Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	2 кв. 2015	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	127,4	112,2	+13%	266,7	226,0	+18%
ЕБИТДА	45,7	37,1	+23%	95,9	81,5	+18%
Рентабельность по ЕБИТДА	35,9%	33,1%	+2,8 п.п.	35,9%	36,1%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	45,9	41,9	+10%	161,8	73,0	+2,2x
Чистая рентабельность	36,1%	37,3%	-1,3 п.п.	60,7%	32,3%	+28,4 п.п.
Операционный денежный поток	19,3	30,4	-37%	73,7	70,2	+5%
Капвложения	-7,2	-15,2	-53%	-15,3	-29,7	-49%
Свободный денежный поток	12,1	15,2	-21%	58,4	40,4	+45%
в млрд руб., если не указано иное		30 июня 2016		31 марта 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		242		289		-16%
Краткосрочный долг		48		74		-35%
Долгосрочный долг		194		215		-10%
Чистый долг		216		203		+6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*		1,24x		1,22x		-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Добыча нефти резко растет за счет Ярудейского месторождения

Во 2 кв. 2016 г. добыча газа снизилась на 2,2% г./г. до 16,5 млрд куб. м, а его продажи - на 3% г./г. до 14,06 млрд куб. м. Однако в целом за 1П 2016 г. добыча выросла на 2,2% г./г. а объем реализации увеличился на 4,5% г./г. до 31,84 млрд куб. м. Существенно улучшились операционные показатели по жидким углеводородам: +42% г./г. до 3,12 млн тонн. Напомним, в декабре 2015 г. НОВАТЭК ввел в эксплуатацию Ярудейское нефтяное месторождение, которое имеет налоговые льготы.

### Значительный рост рентабельности до 35,9%

Во 2 кв. рентабельность по ЕБИТДА увеличилась до 35,9% с 33,1% во 2 кв. 2015 г. Рост был обеспечен главным образом за счет наращивания объемов производства жидких углеводородов с пониженной налоговой нагрузкой. Стоит отметить и контроль менеджмента над расходами: денежные операционные затраты (без учета амортизации и переоценок) повысились всего на 9% г./г. Мы полагаем, что рентабельность компании будет улучшаться за счет роста экспортных нетбэков на жидкие углеводороды и роста цен на газ на внутреннем рынке при отставании тарифов на его транспортировку.

Наша рекомендация от 28 апреля 2016 г. покупать бумаги НОВАТЭКа реализовалась: котировки NVTKRM 21, 22 выросли на 2,9 п.п. и 1,9 п.п., соответственно. Мы сохраняем рекомендацию на покупку NVTKRM 21 (YTM 4,46%).

Андрей Полищук  
andrey.polischuk@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9849

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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

### Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

### Банковский сектор

BAII-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

### Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

### Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



# #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.