

Внешний рынок

Сегодня мы ожидаем, что инвесторы не будут проявлять высокой активности в российских облигациях внешнего долга

Внутренний рынок

Начало месяца сопровождается традиционным притоком бюджетной ликвидности, однако жесткая лимитная политики ЦБ не дает ставкам двигаться вниз

Рынок государственного долга потерял в стоимости на фоне обесценения рубля

Новости эмитентов

ММК опубликовал результаты по МСФО за 3 кв. 2015 года, которые мы оцениваем положительно

- **Рекомендуем к покупке: ММК-19** (УТМ 11,64%; купон 8,5%; дюрация 0,7%)
- **Рекомендуем к покупке в качестве альтернативы: Евразхолдинг-8** (УТМ 12,61%; купон 12,95%; дюрация 2,9 лет)

Без комментариев

АФК "Система" проводит сбор заявок на биржевые облигации

Чистая прибыль "Сбербанка" по РСБУ за 10 месяцев снизилась на 39,3% - до 178,3 млрд рублей

Календарь событий

Время	Страна	Событие	Период
10:00	Германия	Торговый баланс	Сентябрь

Рыночные показатели

Долговые рынки

	Значение	Изменение, б.п.		
		Пред.	Неделя	Месяц
Спред Россия 30	▼ 90,00	-9	-22	
Россия 2042	▼ 98,22	-183	-180	44
UST 10	- 2,23	-	6	23
UST 30	- 3,00	-	4	15
Германия 10	▲ 0,69	9	18	-107
Италия 10	▲ 1,79	9	31	361
Испания 10	▲ 1,91	12	25	-81

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Товарные рынки

	Значение	Изменение, %		
		Пред.	Неделя	Месяц
Золото, долл./унц	▼ 1 089,80	-1,27	-4,58	-4,32
Brent, долл./барр.	▼ 46,60	-0,66	-2,14	-11,59
Серебро, долл./унц	▼ 14,78	-1,36	-4,95	-5,84
Алюминий, долл./т	▲ 1 508,75	0,92	4,25	-2,30
Медь, долл./т	▼ 4 993,50	-0,54	-2,65	-3,01
Никель, долл./т	▼ 9 600,00	-1,75	-4,44	-5,31

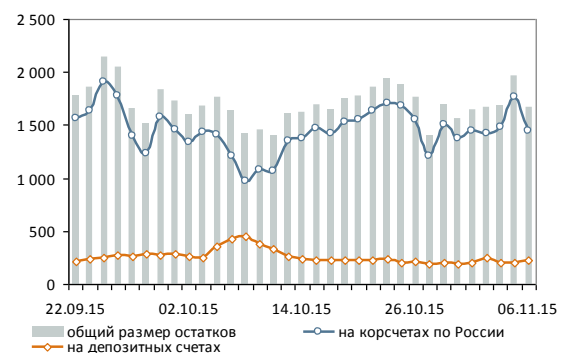
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Валютный рынок

	Значение	Изменение, %		
		Пред.	Неделя	Месяц
EUR/USD	▼ 1,07	-1,18	-2,55	-4,83
USD/JPY	▲ 123,18	1,13	2,05	2,73
RUR/USD, ЦБ	▲ 64,50	2,23	1,47	4,21
RUR/EUR, ЦБ	▲ 69,26	1,04	-1,09	-0,81
Бивалютная корзина	▲ 66,64	1,68	0,26	1,81

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика рублевых остатков



Источник: Банк России; оценка: Велес Капитал

Денежный рынок

	Значение	Пред.	Неделя	Месяц
MOSPRIME O/N, %	▲ 11,61	11,59	11,60	10,65
MOSPRIME 1 неделя, %	▲ 11,62	11,59	11,65	11,07
MOSPRIME 2 недели, %	▲ 11,69	11,68	11,67	11,38
LIBOR O/N, %	- 0,13	0,13	0,13	0,13
LIBOR 1 месяц, %	▲ 0,19	0,19	0,19	0,20
LIBOR 3 месяца, %	▲ 0,34	0,34	0,33	0,32

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Внешний рынок

В пятницу долговые рынки оказались под давлением сильных данных по рынку труда США. Отчет показал рост числа созданных рабочих мест в несельскохозяйственном секторе на 271 тыс., тогда как аналитики ожидали не больше 181 тыс. В последний раз столь оптимистичные данные выходили в мае-июле и два последующих месяца макроэкономические результаты не внушали инвесторам уверенность в возможное ужесточение политики до конца года. Принимая во внимание, что западный регулятор изменил риторику на последнем заседании, опасения игроков возобновились, что привело к сокращению спекулятивных операций с рискованными активами.

Десятилетние казначейские обязательства повысились в доходности на 10бп. до 2,33%. Аналогичное движение отмечено вдоль кривой процентных свопов. Среди развитых стран довольно сильно отреагировали суверенные европейские облигации на фоне резкого обесценения евро к доллару с 1,087 до 1,073.

Российские еврооблигации теряли в стоимости, как и все фиксированные инструменты развивающихся регионов, однако темпы падения были минимальными, несмотря на снижение рубля к доллару на 2%. В последний торговый день суверенная кривая потеряла 5-9бп. Недельные результаты оказались смешанными: короткий отрезок вырос на 3-4бп, дальний пустился на 2-5бп. Ликвидные бумаги корпоративных и банковских заемщиков не отметились высоким колебанием: потеря в доходности в рамках 5бп в среднем.

Сегодня мы ожидаем, что инвесторы не будут проявлять высокой активности в российских облигациях внешнего долга. Во-первых, большинство инструментов торгуются на относительно максимальном уровне последних лет и для их дальнейшего роста необходимы фундаментальные катализаторы (помимо кредитного качества эмитентов), которых пока мы не наблюдаем. Во-вторых, основные факторы спроса, способствующие активности инвесторов, показывают слабую динамику (нефть и рубль). В отношении сырьевых рынков мы придерживаемся нашего фундаментального взгляда и не видим предпосылок восстановления. **Ключевые факторы, ограничивающие спрос на нефть, остаются прежними:** неоднозначная статистика в Китае и неопределенность действий ФРС.

Отсутствие перспектив для сохранения целевых уровней экономического роста Китая подтверждает очередной макро-релиз. В выходные дни были опубликованы данные по внешней торговле. Экспорт продолжает падать четвертый месяц подряд (-3,6% против -3,7% в сентябре г/г), характеризуя стагнацию роста мировой экономики. Импорт сокращается в течение рекордно периода времени, хотя

	Д-ть, % г.	Цена, %	Изм. д-ти, б.п.	Изм. цены, б.п.
UST 3m	0,08	0,08	-	3,75
UST 5	1,73	98,31	-	-46,88
UST 10	2,33	97,16	-	-79,69
UST 30	3,09	95,91	-	-161,72

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



результаты оказались лучше предыдущего месяца в годовом выражении (16% против 20,4% в сентябре г/г). Кроме того, по данным главного таможенного управления, страна стала меньше покупать медь, уголь, сталь и алюминий, но в то же время сосредоточилась на закупках углеводородов, пользуясь низкими ценами. Последний аргумент, на наш взгляд, является позитивным, так как отчасти сдерживает котировки нефти от дальнейшего падения.

Решение Федеральной резервной системы будет зависеть от дальнейших поступающих статистических данных и комментариев глав ФРБ на текущей неделе. Таким образом, товарные биржи будут дополнительно находиться под давлением, так как маловероятно, что инвесторы услышат негативные мнения. **Вместе с тем, мы пока не думаем увидеть продажи в российских еврооблигациях и бумагах EM**, так как сохраняется открытым вопрос, насколько макроэкономические данные США останутся устойчивыми в последующие дни.

Иван Манаенко, Артур Навроцкий
bonds@veles-capital.com

Внутренний рынок

Начало месяца сопровождается традиционным притоком бюджетной ликвидности, однако жесткая лимитная политика ЦБ не дает ставкам двигаться вниз. К концу прошлой недели по бюджетному каналу в банковскую систему в чистом виде поступило уже более 400 млрд руб. с начала ноября, однако положительный эффект от притока средств нивелируется изъятием ликвидности из системы Банком России. Так, текущая задолженность банковского сектора по инструменту аукционного РЕПО находится на минимуме с 2012 года, что не позволяет ставкам денежного рынка скорректироваться вниз. В частности, значение межбанковской ставки MosPrime o/n с конца октября «зависло» в районе 11,6% годовых. В этих условиях банки во вторник будут «закрывать» очередной период усреднения обязательных резервов в ЦБ, и если регулятор в этот же день сохранит лимит на аукционном РЕПО на текущем минимуме, не исключено увидеть движение ставок вверх.

В пятницу в первой половине дня доллар укреплялся в преддверии выхода данных по рынку труда США, и вышедшая статистика оправдала ожидания американской валюты. Существенный рост числа рабочих мест заметно усилил позиции доллара ко всем мировым валютам, в результате чего на российском рынке пара доллар/рубль к концу дня поднималась выше 64,5 руб. На текущей неделе доллар, вероятно, предпримет попытки закрепиться выше 65 руб., тем не менее, дополнительную валютную ликвидность банкам предоставит Федеральное казначейство на депозитном аукционе (500 млн долл.), что может несколько «сбить» спрос на валюту.

Интерактивные карты

Корпоративный ломбард

Банковский ломбард

Ликвидные рублевые выпуски

Investment Grade

High Yield



Рынок государственного долга потерял в стоимости на фоне обесценения рубля к американскому доллару.

Ключевым негативным драйвером выступила сильная западная статистика. Кроме того, нынешнее положение кривой, по-нашему мнению, является не устойчивой, а прогноз участников рынка по темпам снижения ключевой процентной ставки, несмотря на косвенные намеки российского регулятора, выглядит избыточным. Вместе с тем мы ожидаем, что на текущей неделе национальная валюта будет под влиянием комментариев представителей ФРС и слабости сырьевых рынков. Таким образом, мы не исключаем увидеть часть фиксации прибыли вдоль кривой со стороны нерезидентов, не успевших провести операции в прошлую пятницу, что приведет к коррекции ОФЗ.

По итогам прошлой недели кривая рублевого госдолга сосредоточилась на уровне 9,85-10,14% (+8бп. в среднем н/н) в рамках четырехлетнего срока, более дальние выпуски предлагают доходность в диапазоне 9,6-9,6% (+20бп. в среднем н/н).

Иван Манаенко, Артур Навроцкий, Юрий Кравченко
bonds@veles-capital.com

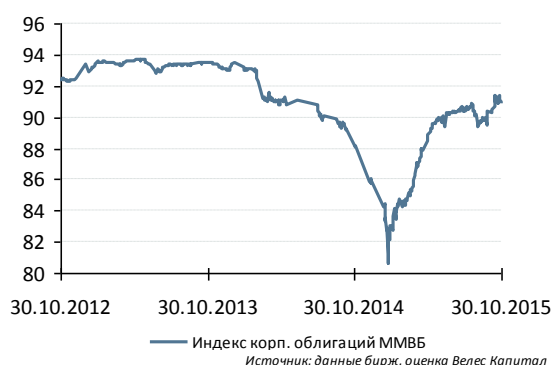
Новости эмитентов/ММК

Новость. ММК опубликовал результаты по МСФО за 3кв. 2015 года, продемонстрировав снижение EBITDA на фоне девальвации рубля и сокращения средней цены на сталь, однако сохранив высокую рентабельность бизнеса. Кроме того, компания продолжает аккумулировать положительный свободный денежный поток и уменьшать долговую нагрузку. Риски рефинансирования близки к нулю, так как эмитент обладает большим запасом ликвидности в виде денежных средств на балансе и солидным операционным денежным потоком.

Комментарий

Выручка под давлением. Выручка в третьем квартале упала на 9% до 1 502 млн долл. на фоне обесценения рубля и снижения средней цены на сталь. Кроме того, ММК удалось увеличить объем реализации продукции, тем самым частично компенсировать сокращение выручки. При этом из-за падения национальной валюты и контроля над издержками, операционные расходы снижались аналогичными темпами, что помогло нивелировать слабую конъюнктуру металлов. В результате EBITDA сократилась с 493 до 430 млн долл. кв/кв, а рентабельность EBITDA составила 28,6% (-0,4 б.п. кв/кв). Основную поддержку финансовым результатам оказал стальной сегмент. Квартальная прибыль упала до 78 млн долл. (272 млн долл. во 2кв.) главным образом за счет неденежных убыток от курсовых разниц в размере 135 млн долл. (без учета данной

Индекс корп. облигаций ММВБ



Итоги торгов US Treasuries

	Д-ть, % г.	Цена, %	Изм. д-ти, б.п.	Изм. цены, б.п.
UST 3m	0,08	0,08	-	3,75
UST 5	1,73	98,31	-	-46,88
UST 10	2,33	97,16	-	-79,69
UST 30	3,09	95,91	-	-161,72

Источник: данные бирж; оценка: Veles Capital



статьи прибыль составила бы 213 млн долл.).

Сильный свободный денежный поток. Компания смогла сгенерировать значительный свободный денежный поток более чем в три раза к уровню прошлого квартала до 571 млн долл., благодаря эффективному сокращению оборотного капитала и консервативной политике капитальных затрат. По сообщениям менеджмента, инвестиции по итогам года составят около 400 млн долл. За прошедшие девять месяцев использовано 240 млн долл.

Кредитные метрики улучшаются. Общий долг в третьем квартале вырос с 2 336 до 2 458 млн долл. из-за валютной переоценки, однако чистый долг опустился до 1 521 млн долл. (-8,5%). В итоге соотношение «чистый долг/ЕБИТДА» сократилось с 0,76х до 0,63х кв/кв. До конца года руководство намерено продолжить политику снижения долговой нагрузки. В качестве источников средств для погашения планируется использовать денежные средства, находящиеся на балансе компании (937 млн долл.) и денежный поток от операционной деятельности.

График погашения долгов выглядит комфортным. Мы не видим рисков рефинансирования. Компания обладает сильной ликвидной позицией и доступными кредитными линиями (1 074 млн долл.), что покрывает, по нашим расчетам, полностью краткосрочные и долгосрочные займы.

Торговые рекомендации. На внутреннем рынке представлено два выпуска: ММК-18 (УТМ 11,5%; дюрация 0,08 г.) и ММК-19 (УТМ 11,64%; дюрация 0,7%). Последний инструмент выглядит более предпочтительно, учитывая его наилучшую ликвидность. Однако среди металлургического сектора мы рекомендуем обратить внимание на более доходные облигации: Евразхолдинг-8 (УТМ 12,61%; купон 12,95%; дюрация 2,9 лет). У нас нет негативных мнений в отношении эмитента, несмотря на более высокую долговую нагрузку. При этом Евраз (В+/Вa3/ВВ-) имеет международные кредитные рейтинги от трех агентств, в отличие от ММК (-/Вa3/ВВ+). Вместе с тем Евраз не испытывает проблем с привлечением денежных средств: в июле компания успешно разместила облигации на 15 млрд руб. (спрос превысил 23 млрд руб.) и чуть позже получила кредит от банковских структур (около 300 млн долл.).

Мы считаем, что это хорошая спекулятивная возможность на горизонте одного года с перспективой снижения ключевой ставки Банком России (наш базовый прогноз предполагает сокращение ставки до конца 2016 года на 2 п.п.).

Иван Манаенко, 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

Финансовые и лизинговые компании

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Телекоммуникации

Нефтехимия и удобрения

Банки

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 2015 г.

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



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
PAltukhov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

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

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

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

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

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

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

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

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Михаил Абрамов
Металлургия
MAbramov@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

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