

## Внутренний рынок

- Государственные обязательства России после продолжительного падения скорректировались вверх на всем участке

## Денежный рынок

- Предварительные платежи по налогу на прибыль заставили банков воспользоваться валютными свопами с ЦБ, однако не оказали влияния на ставки МБК

## Новости эмитентов

**МегаФон (Ba1/BBB-/BB+):** Компания представила отчетность по МСФО за 2К16: **НЕЙТРАЛЬНО** для рублевых облигаций:

- Рублевая кривая обладает средним уровнем ликвидности. Доходности эмитента сосредоточились в пределах 9,8-10%. Учитывая сохраняющийся цикл нормализации процентной политики, рекомендуем обратить внимание на самый длинный выпуск МегафонБ1Р с погашением в мае 2019 г. (YTM 9,86%), доходность которого соответствует корпоративным бумагам triple-B

**НЛМК (Ba1/BB+/BBB-):** Компания представила отчетность по МСФО за 2К16: **УМЕРЕННО ПОЗИТИВНО** для валютных облигаций:

- Долларовая кривая НЛМК является эталонной в секторе металлургия и добыча. Короткие выпуски с погашением до 2020 г. торгуются ниже 3,4% с премией 60-70 бп. к суверенной кривой Россия. Интерес представляет самый длинный выпуск с погашением в 2023 г., предлагающий доходность 4,64% и премию к госсектору 100 бп. Кроме того, длинная бумага выглядит более привлекательно по отношению к кривой Лукойла с аналогичным составным кредитным рейтингом – премия ~ 40 бп.
- Ликвидность рублевых облигаций относительно низкая. По двум выпускам НЛМК БО-13 и БО-08 предусмотрена оферта в октябре 2017 г. Доходность рублевых инструментов составляет 10 и 9,9% соответственно, что соответствует ставкам облигаций с рейтингом double-B+ и triple-B

## Рыночные показатели

### Долговые и денежные рынки

	Значение	Изменение, б.п.		
		День	Неделя	Месяц
ОФЗ 26214 (4Y)	8,92	-2	7	9
ОФЗ 26215 (8Y)	8,70	-5	6	-24
Россия 2023	3,54	-1	2	122
UST 10	1,50	-6	-8	7
UST 30	2,21	-7	-9	-5
Германия 10	-0,08	-5	-7	-516
Италия 10	1,21	-4	-3	273
Испания 10	1,10	-1	-5	328
MOSPRIME O/N, %	10,64	-4	-1	15
MOSPRIME 1 неделя, %	10,73	-	-3	16
LIBOR O/N, %	0,42	-	0	-
LIBOR 1 месяц, %	0,49	0	1	-

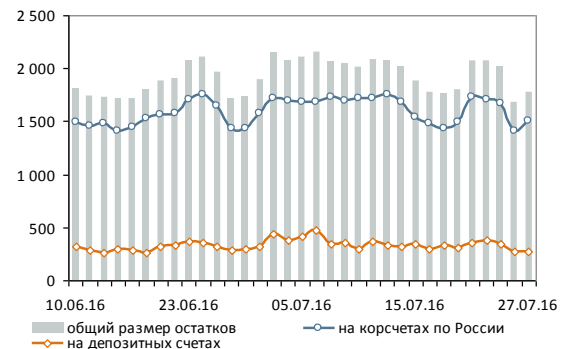
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Товарные и валютные рынки

	Значение	Изменение, %		
		День	Неделя	Месяц
Brent, долл./барр.	42,25	-2,36	-7,77	-8,23
RUR/USD, ЦБ	66,35	0,53	3,92	1,38
RUR/EUR, ЦБ	72,93	0,57	3,79	0,93

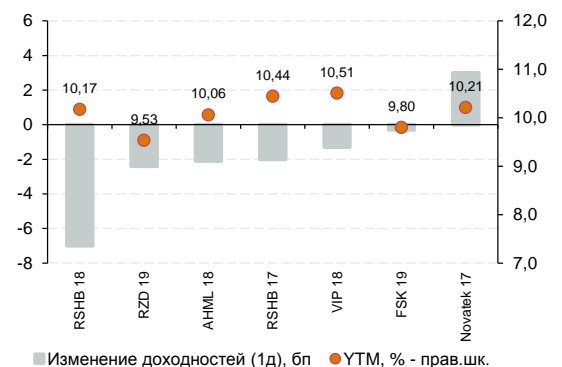
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

### Динамика рублевых остатков



Источник: Банк России; оценка: Велес Капитал

### Динамика рублевых еврооблигаций





## Внутренний рынок

**Ситуация на рынке.** Государственные обязательства России после продолжительного падения скорректировались вверх на всем участке. Особым спросом пользовались длинные бумаги, показавшие слабые результаты с начала июля. Стоимость ОФЗ с погашением от 10 лет повысилась в среднем на 0,5%, бумаги на коротком и среднем отрезках выросли до 0,4% в среднем. На смежных площадках цены на нефть демонстрировали рост, однако опубликованные данные по запасам нефти от Минэнерго США к концу российской сессии, вернули активность продавцов, тем не менее, федеральные займы удерживают полученное днем преимущество. На первичном рынке Бинбанк закрыл книгу на дополнительное размещение облигаций серии БО-12 по цене 100% от номинала на 3 млрд руб. Во вторник бумаги стоили около 99,98% от номинала, что соответствовало доходности к оферте 14,46% годовых.

**Прогноз.** Сохранение параметров монетарной политики ФРС на прежнем уровне и осторожная позиция регулятора в сопроводительном письме могут поддержать активность инвесторов на рынке развивающихся стран. В то же время сектор ОФЗ, по нашим прогнозам, покажет осторожный рост в преддверии заседания Банка России, хотя большинство респондентов и мы в частности не ожидаем каких-либо перемен.

*Артур Навроцкий  
bonds@veles-capital.com*

*Интерактивные карты*

*Корпоративный ломбард*

*Банковский ломбард*

*Ликвидные рублевые выпуски*

*Investment Grade*

*High Yield*



## Денежный рынок

Предварительные платежи по налогу на прибыль заставили банков воспользоваться валютными свопами с ЦБ, однако не оказали влияния на ставки МБК. В среду банки вернули ЦБ 48,5 млрд руб. по операциям аукционного РЕПО (напомним, что на аукционе во вторник банки привлекли 480 млрд руб. против погашения недельной задолженности в 530 млрд руб.). Тем не менее, фактический отток ликвидности из системы оказался гораздо большим: совокупные остатки на корсчетах и депозитах сократились на 94,8 млрд руб. При этом впервые с мая кредитные организации воспользовались операциями валютный своп с ЦБ и привлекли у регулятора 29,2 млрд руб. Рост спроса на ликвидность, вероятно, был связан с тем, что часть игроков уже вчера проводила платежи по налогу на прибыль. Тем не менее, значение ставки MosPrime o/n не выросли и даже сократилось на 4 б.п., что свидетельствует о том, что общая ситуация на рынке остается благоприятной, а локальный дефицит ликвидности к концу налогового периода могут испытывать только отдельные игроки. Судя по вчерашнему оттоку средств с корсчетов и депозитов в ЦБ, банки перевели уже не менее четверти от общего объема платежей по налогу на прибыль, поэтому сегодняшние окончательные расчеты по данному налогу могут и вовсе не отразится на индикаторах денежного рынка.

*Юрий Кравченко*  
[bonds@veles-capital.com](mailto:bonds@veles-capital.com)



## Новости эмитентов: МегаФон

**Компания представила отчетность по МСФО за 2К16: НЕЙТРАЛЬНО для рублевых облигаций**

**Результаты коротко.** Мегафон (Ba1/BBB-/BB+) первый из телекоммуникационных российских компаний опубликовал отчетность по международным стандартам. Совокупные финансовые результаты оказались чуть хуже первого квартала, однако кредитоспособность остается на высоком уровне.

Консолидированная выручка выросла на 5% до 78 723 млн руб. кв/кв (здесь и далее кв/кв, если иное не указано). Основным драйвером роста выручки стали сегменты от продажи оборудования (+55%) и услуг фиксированной связи (+5%) вследствие частичного восстановления потребительского спроса и стабилизации обменного курса рубля. Однако темпы роста операционных издержек (+10%) оказались выше доходных статей, что привело к сокращению показателя OIBDA до 29 554 млн руб. (-2,3%) и его рентабельности с 40 до 37,5%. Основные причины повышения затрат заключаются в том, что за прошедший операционный цикл компания предоставляла более выгодные пакетные предложения клиентам для стимулирования продаж из-за возросшей конкуренции.

Мегафон аккумулировал положительный свободный денежный поток (FCF - 4 805 млн руб.) после уплаченных процентных платежей. В то же время FCF оказался ниже второго квартала на 9% на фоне прироста оборотного капитала и повышения стоимости обслуживания долга, тогда как операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале вырос на 2% до 29 827 млн руб.

Чистый финансовый долг сократился на 4% до 168 326 млн руб. На долю краткосрочных финансовых обязательств приходится 26 232 млн руб. (12%). С учетом предстоящего графика погашения займов компания, по нашему мнению, может выйти на рынок рублевых облигаций с новым предложением для рефинансирования текущих кредитов. Долговая нагрузка остается на комфортном уровне – соотношение чистый долг/OIBDA составило 1,3х. Однако с учетом дивидендов, утвержденных 30 июня 2016 г., долговое плечо временно вырастет до 1,6х.

**Оценка облигаций.** Рублевая кривая обладает средним уровнем ликвидности. Доходности эмитента сосредоточились в пределах 9,8-10%. Учитывая сохраняющийся цикл нормализации процентной политики, рекомендуем обратить внимание на самый длинный выпуск МегафонБ1Р с погашением в мае 2019 г. (YTM 9,86%), доходность которого соответствует корпоративным бумагам triple-B.

*Артур Навроцкий,  
bonds@veles-capital.com*



## Новости эмитентов: НЛМК

**Компания представила отчетность по МСФО за 2К16: УМЕРЕННО ПОЗИТИВНО** для валютных облигаций

**Результаты коротко.** Группа «НЛМК» (Ba1/BB+/BBB-) представила финансовые результаты за 2К16 по МСФО, которые мы оцениваем, как сильные. Благоприятная конъюнктура цен на рынке металлов и увеличение объемов продаж обеспечили рост выручки на 19% до 1 869 млн долл. кв/кв (здесь и далее кв/кв, если иное не указано). Спрос на продукцию наблюдался на всех локальных рынках сбыта НЛМК, что позволило ее реализовать на 67%. Показатель EBITDA вырос на 59% до 460 млн долл., благодаря грамотному контролю над издержками (операционные затраты повысились всего на 5%) и возросшей доли продукции с высокой добавленной стоимостью. В результате рентабельность по EBITDA составила 24,6% (18,4% - 1К16).

Несмотря на солидный рост операционного денежного потока, свободный денежный поток после уплаченных процентов и до дивидендных выплат опустился на 60% до 117 млн долл., что главным образом связано с техническими факторами, так как в отчетном производственном цикле произошел существенный прирост оборотного капитала (62 млн долл.) против его значительного высвобождения (165 млн долл.) в первом квартале.

Чистый финансовый долг вырос на 20% до 1 161 млн долл. вследствие новой эмиссии еврооблигаций (700 млн долл.), объем которых превышал погашение старых валютных облигаций (571 млн долл.). В этой связи соотношение чистый долг/EBITDA незначительно ухудшилось до 0,7х против 0,6х в 1К16.

Риски рефинансирования минимальны, так как ликвидные средства на балансе (1 636 млн долл.) и доступные револьверные кредитные линии (1 149 млн долл.) покрывают совокупный финансовый долг на 100%. В дополнении, основной пик платежей по еврооблигациям перенесен с 2018 на 2023 г., благодаря оптимизации временной структуры долгового портфеля. Ранее компании необходимо было погасить через три года около 984 млн долл. После рефинансирования долларовых бумаг эта сумма составляет примерно 671 млн долл.

**Оценка облигаций.** Долларовая кривая НЛМК является эталонной в секторе металлургия и добыча. Короткие выпуски с погашением до 2020 г. торгуются ниже 3,4% с премией 60-70 бп. к суверенной кривой Россия. Интерес представляет самый длинный выпуск с погашением в 2023 г., предлагающий доходность 4,64% и премию к госсектору 100 бп. Кроме того, длинная бумага выглядит более привлекательно по отношению к кривой Лукойла с аналогичным составным кредитным рейтингом – премия ~



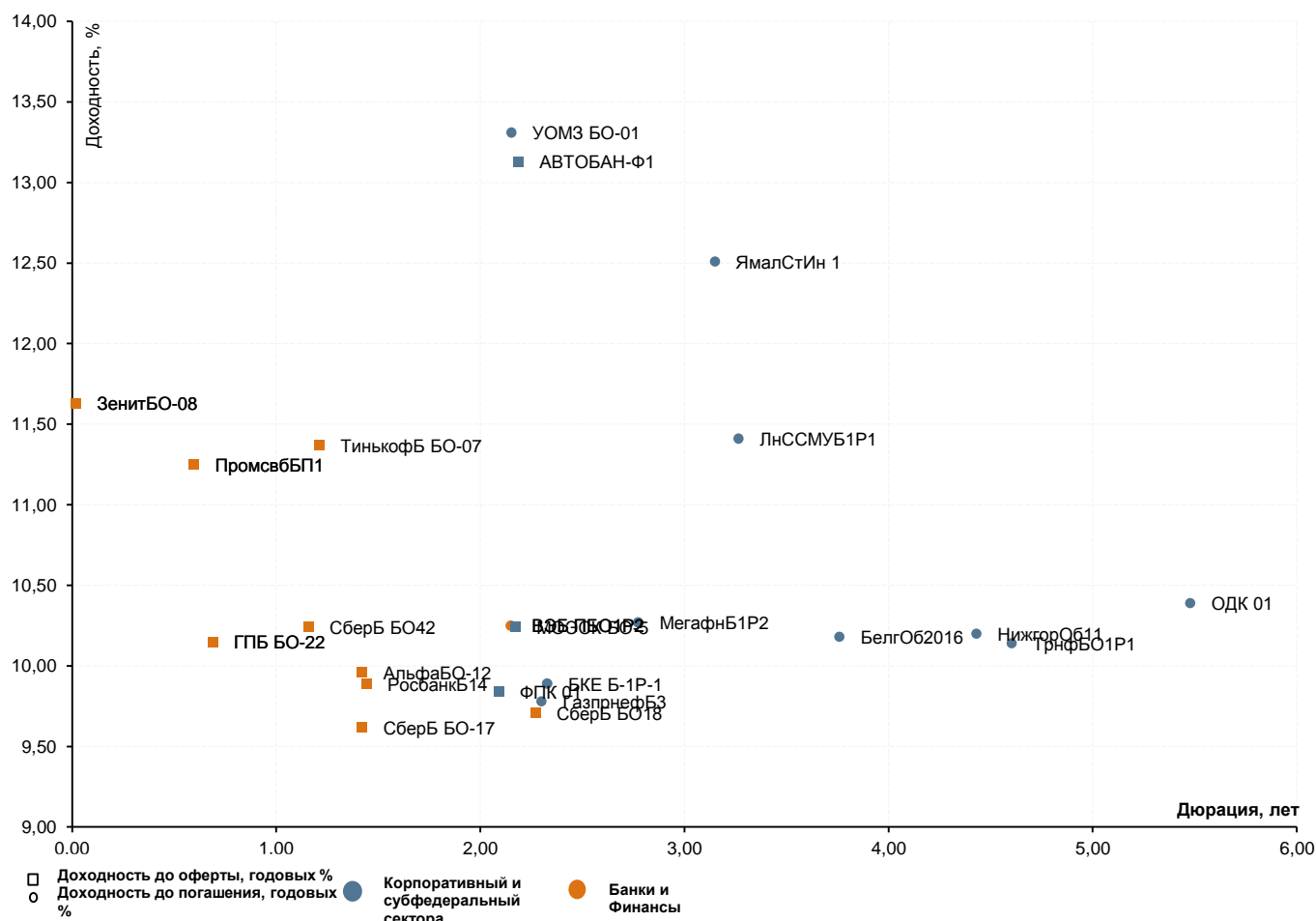
40 бп.

Ликвидность рублевых облигаций относительно низкая. По двум выпускам НЛМК БО-13 и БО-08 предусмотрена оферта в октябре 2017 г. Доходность рублевых инструментов составляет 10 и 9,9% соответственно, что соответствует ставкам облигаций с рейтингом double-B+ и triple-B.

*Артур Навроцкий,  
bonds@veles-capital.com*



## Анализ доходности последних размещений



Сектор	Текущий купон, годовых %	Объём размещения, млн руб.	Дата последнего размещения	Кол-во дней в обращении	Дата оферты	Дата погашения	Дюрация, лет	Ломбард	УТМ при размещении, годовых %	УТМ, годовых %	Разница доходностей, б.п.*
<b>БАНКИ И ФИНАНСЫ</b>											
ПЕРЕСВ БП5	13,5	0	29.06.2016	29							
СберБ БО42	10	11,500	23.06.2016	35	20.06.2018	20.06.2019	1,16	Нет	10,25	10,24	-1
Тинькофф БО-07	11,7	3,000	29.06.2016	29	28.12.2017	27.06.2019	1,21	Нет	12,04	11,37	-67
СберБ БО18	9,9	10,000	29.06.2016	29	24.05.2019	24.05.2021	2,27	Да	10,15	9,71	-44
РосбанкБ14	10,4	10,000	27.05.2016	62	27.11.2018	27.05.2026	1,44	Да	10,67	9,89	-78
ВЭБ ПБО1Р2	10,9	15,000	06.05.2016	83		03.05.2019	2,15	Нет	11,36	10,25	-111
ПромсвББП1	11	14,000	25.04.2016	94	24.04.2017	19.04.2021	0,60	Нет	11,30	11,25	-5
ГПБ БО-22	10,55	5,000	21.04.2016	98	21.10.2017	21.04.2019	0,69	Да	10,83	10,15	-68
ЗенитБО-08	11,5	5,000	15.04.2016	104	14.10.2016	03.04.2026	0,02	Нет	11,83	11,63	-20
АльфаБО-12	10,65	5,000	12.04.2016	107	12.04.2018	12.04.2019	1,42	Да	10,93	9,96	-97
СберБ БО-17	10	10,000	08.04.2016	111	08.04.2018	08.04.2021	1,42	Да	10,25	9,62	-63
ВЭБ ПБО1Р2	10,9	15,000	06.05.2016	83		03.05.2019	2,15	Нет	11,36	10,25	-111
ПромсвББП1	11	14,000	25.04.2016	94	24.04.2017	19.04.2021	0,60	Нет	11,30	11,25	-5
ГПБ БО-22	10,55	5,000	21.04.2016	98	21.10.2017	21.04.2019	0,69	Да	10,83	10,15	-68
ЗенитБО-08	11,5	5,000	15.04.2016	104	14.10.2016	03.04.2026	0,02	Нет	11,83	11,63	-20
<b>КОРПОРАТИВНЫЙ И СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ</b>											
АВТОБАН-Ф1	14	3,000	30.06.2016	28	27.06.2019	24.06.2021	2,19	Нет	14,49	13,13	-136
ЯмалСтИн 1	14,25	2,900	29.06.2016	29		24.04.2021	3,15	Нет	15,03	12,51	-252
РЖД 42	9,7	15,000	28.06.2016	30	16.06.2026	22.05.2046	6,15	Нет	9,94	8,54	-140
ЛнССМУБ1Р1	11,85	5,000	23.06.2016	35		17.06.2021	3,26	Нет	12,39	11,41	-98
НижггорОб11	10,25	10,000	22.06.2016	36		22.06.2023	4,43	Нет	10,63	10,20	-43
БКЕ Б-1Р-1	10,25	5,000	21.06.2016	37		21.06.2019	2,33	Нет	10,51	9,89	-62
ФПК 01	9,95	5,000	16.06.2016	42	13.06.2019	04.06.2026	2,09	Нет	10,20	9,84	-36
БелгОб2016	9,81	1,750	14.06.2016	44		08.06.2021	3,76	Нет	10,18	10,18	0
ТрнфБО1Р1	9,9	20,000	10.06.2016	48		02.06.2023	4,60	Нет	10,14	10,14	0
МегафнБ1Р2	9,9	10,000	10.06.2016	48		29.05.2026	2,77	Нет	10,27	10,27	0
ОДК 01	10,75	6,642	10.06.2016	48		10.06.2026	5,48	Да	11,04	10,39	-65
УОМЗ БО-01	13,1	1,500	10.06.2016	48		07.06.2019	2,15	Нет	13,53	13,31	-22
ГазпрнефБ3	9,8	10,000	09.06.2016	49		03.05.2046	2,30	Да	10,04	9,78	-26
МОЭСК БО-5	10	5,000	07.06.2016	51	04.06.2019	26.05.2026	2,17	Нет	10,25	10,24	-1

\* - разница между доходностью до погашения и доходностью при размещении

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



## 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

Телекоммуникации

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Банки и Финансы

Нефтехимия и удобрения

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 2016 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

Артур Навроцкий  
Долговые рынки  
ANavrotsky@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика, потребительский сектор  
AKostyukov@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