



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

19 октября 2017 г.

Мировые рынки

Бежевая книга в пользу "быков"

Опубликованная вчера Бежевая книга (основанная на наблюдениях 12 региональных банков ФРС) за сентябрь свидетельствует о некотором ускорении экономики США, несмотря на серьезные сбои на юге из-за прошедших ураганов. Отмечается дефицит рабочей силы в качестве фактора, сдерживающего рост экономики во многих округах, однако никаких признаков заметного повышения зарплат (есть лишь их умеренный рост в некоторых округах) и, тем более, инфляции не обнаружено (увеличение себестоимости из-за повышения зарплат и прошедших ураганов не транслировалось в цены). Данный отчет не дает аргументов для усиления "ястребиных" настроений FOMC и, как следствие, выступает в пользу продолжения ралли на рынке американских акций (вчера S&P подрос еще на 0,07% до очередного максимума).

Валютный и денежный рынок

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

ЦБ РФ принял решение о размещении 2- и 3-го выпусков КОБР (купон = ключевая ставка ЦБ РФ на каждый день купонного периода) с погашением 17 января 2018 г. и 14 февраля 2018 г. на 500 млрд руб. каждый, при этом аукцион по 1-му выпуску запланирован на 24 октября (дата аукциона по 2-му выпуску еще не определена). В настоящий момент объем ликвидности, размещенной банками РФ на депозитах ЦБ, составляет 1,54 трлн руб., из которых 1,34 трлн руб. приходится на недельный депозит (остальное - на операции "тонкой настройки"). При этом с начала октября остатки на депозитах в ЦБ выросли на ~500 млрд руб. главным образом за счет недельных депозитов. По-видимому, из общего объема депозитов, по оценкам ЦБ РФ, ~1 трлн руб. является стабильной частью (то есть каждую неделю банки их реинвестируют на новый недельный депозит), которую можно изъять за счет КОБР, учитывая, что в конце года усилится приток рублевой ликвидности по бюджетному каналу (помимо сезонности, придут допрасходы в размере свыше 100 млрд руб., исходя из обновленного законопроекта). На рынок ОФЗ с фиксированной ставкой эта избыточная ликвидность не поступает из-за низких доходностей (присутствует в основном спекулятивная составляющая с целью получения прибыли от ценового роста бумаг, а не от процентного дохода), почти вся кривая ОФЗ находится на 100 б.п. ниже депозитной ставки ЦБ РФ.

Рынок ОФЗ

Ажиотажный спрос на аукционах не позволил получить премию даже в новом выпуске

На вчерашних аукционах наблюдался ажиотаж: на бумаги, предложенные в объеме 30 млрд руб., спрос составил 132 млрд руб. (такого давно не было), в результате оба выпуска были размещены без премии по доходности ко вторичному рынку. Мы отмечаем, что не было даже традиционной премии за дебютный выпуск: 4-летний выпуск 25083 был размещен с YTM 7,43% (по цене 98,9%, а сегодня котировки находятся на 99,1% от номинала). Как мы уже отмечали, для локального рынка ОФЗ благодаря спросу нерезидентов ключевая ставка ЦБ РФ перестала быть ориентиром (для ценообразования), основной фокус сместился на значения реальных доходностей (которые выглядят высокими в сравнении с другими GEM). Как следствие, ожидаемое нами восстановление инфляции в РФ (от текущих рекордных минимумов до 3%+ к концу года и до 3,5%+ к середине следующего года) ограничивает потенциал для дальнейшего снижения номинальных доходностей. Тем не менее, мы сохраняем рекомендацию на покупку самых длинных 26221 (YTM 7,78%), которые имеют премию 10 б.п. к суверенной кривой (мы ждем смещение доходности до YTM 7,5%).

После некоторой коррекции ОФЗ с плавающей ставкой купона продемонстрировали за последнюю неделю восстановление котировок. Помимо ралли ОФЗ с фиксированной ставкой негативным фактором для плавающих бумаг выступают низкие ставки RUONIA (в сравнении с депозитной ставкой на аукционах ЦБ РФ), что, по сути, транслируется в недополучение держателями бумаг 30 б.п. По-видимому, такая ситуация может продлиться длительное время, что может привести к снижению котировок 29006 с текущих 108,3% до 107% от номинала (=30 б.п. + 6M RUONIA).

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: "отголосок" низких цен 2 кв. См. стр. 2

Северсталь: "отголосок" низких цен 2 кв.

Северсталь (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовала в целом нейтральные финансовые результаты за 3 кв. 2017 г. по МСФО. Рост выручки на 2% кв./кв. был обеспечен наращиванием объемов продаж стальной продукции (+4% кв./кв.), в том числе с добавленной стоимостью (доля выросла на 5 п.п. до 49%), при снижении цен реализации в среднем на 5% кв./кв. (-4% на г/к лист, -5% на х/к лист, +15% на сортовой прокат, -15% на трубы большого диаметра), которые отражают с лагом коррекцию вниз мировых цен, произошедшую во 2 кв., а также при падении объемов продаж и цен в сырьевом дивизионе.

В итоге давление на показатель EBITDA в основном оказало снижение цен на сталь и сырье, который сократился на 2% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 1,4 п.п. до 31,2%. Высвобождение средств из оборотного капитала (снижение запасов и их стоимости) поддержало операционный (+25% кв./кв.) и свободный денежный потоки (+33% кв./кв.). Накопленные денежные средства выросли на 5% почти до 2 млрд долл. (несмотря на выплату 723 млн долл. дивидендов) и покрывают краткосрочный долг (1,2 млрд долл.). Долговая нагрузка остается одной из самых низких в отрасли - 0,3х Чистый долг/EBITDA LTM.

В 4 кв. мы ожидаем значительного улучшения результатов, прежде всего, за счет резкого роста цен (в среднем +24% кв./кв. на г/к прокат, наша оценка), начавшегося в июле благодаря наращиванию производства стали в Китае в преддверие закрытия мощностей в зимний период из-за экологических требований. Недавно введенная ЕС пошлина на г/к прокат в размере 17 евро/т для Северстали не является заградительной (4,3% в ценах 3 кв.), а в результате существенного роста цен маржинальность поставок в Европу кв./кв. увеличится.

Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2017	2 кв. 2017	изм.	9М 2017	9М 2016	изм.
Выручка	1 972	1 931	+2%	5 670	4 265	+33%
EBITDA	616	629	-2%	1 823	1 383	+32%
Рентабельность по EBITDA	31,2%	32,6%	-1,4 п.п.	32,2%	32,4%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль	297	136	+2,2х	792	1 307	-39%
Операционный поток	632	506	+25%	1 328	936	+42%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-229	-78	+2,9х	-427	-506	-16%
Капвложения	-144	-139	+4%	-421	-358	+18%
Финансовый поток	-310	-484	-36%	-90	-962	-91%

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2017	30 июня 2017	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 693	2 722	-1%
Краткосрочный долг	1 190	1 223	-3%
Долгосрочный долг	1 503	1 499	0%
Чистый долг	703	827	-15%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,30х	0,36х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Среди всех российских эмитентов бонды Северстали торгуются с наименьшей премией к кривой суверенного долга. Лучшей альтернативой CHMFRU 22 (YTM 3,37%), на наш взгляд, являются GMKNRM 22(@6,625%) с YTM 3,83%.

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

Потребление уступило место инвестициям

Промышленность «пробуксовывает» второй месяц подряд

Экономика "разгорячилась" на аномальной погоде

Реальные доходы прекратили падение, поддерживая восстановление потребительского спроса

Рынок облигаций

Размещение КОБР: банки сохраняют консерватизм в управлении ликвидностью

Обмен евробондов РФ может оказать давление на длинные выпуски

ЦБ РФ скоро выпустит КОБР, несмотря на отсутствие устойчивого профицита ликвидности

В июне нерезиденты выступили чистыми продавцами ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: в июле снова минус

В августе Минфин купит валюту на ~785 млн долл. после почти нулевых покупок в июле

Избыток валютной ликвидности сохраняется, несмотря на ухудшение сальдо текущего счета

Платежный баланс в июне ушел в минус (негативно для рубля)

Инфляция

Цены снижаются третью неделю подряд

Инфляционный «маятник» качнулся в противоположную сторону

Монетарная политика ЦБ

ЦБ сохранил ставку, лишь незначительно поменяв июньскую риторику

Консерватизм ЦБ говорит в пользу более медленного снижения ставки

Денежный рынок

Снижение RUONIA ниже ключевой ставки — смягчение кредитных условий?

Корпорации получили прямой доступ на денежный рынок через НКЦ

Бюджетная политика

В июле ослабление рубля вывело бюджет в профицит

Минфин: новое бюджетное правило учтет текущие недостатки

Минфин сохраняет стабильно низкий дефицит бюджета

Банковский сектор

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию

Банк ФК Открытие обусловил резкий рост задолженности перед ЦБ РФ



#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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 00

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716

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.