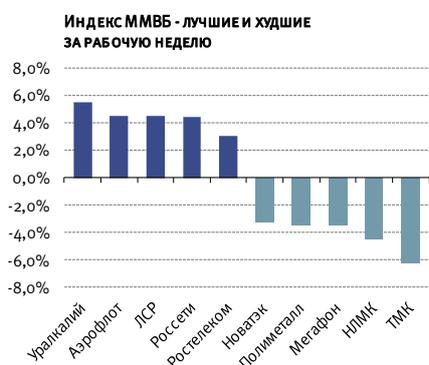




## Индикаторы рынка акций



Источник: Московская биржа, Bloomberg, VTB Капитал, оценки VTB Капитал  
-Управление активами

### АО VTB Капитал Управление активами

123112, Москва, Пресненская наб.10

тел: +7(495) 725-55-40

факс: +7(495) 725-55-38

web: <http://www.vtbcapital-am.ru>

e-mail: [info@vtbcapital.com](mailto:info@vtbcapital.com)

## Тенденции рынка акций

**Котировки российских акций слегка снизились.** За прошлую неделю индекс ММВБ снизился на 0,7%. Лидерами роста были акции компаний отрасли химии и нефтехимии (+3,2% за неделю). Хуже рынка были акции машиностроительных компаний, упавшие на 1,2%.

**Министерство энергетики предлагает внести временные изменения в Бюджетный кодекс для введения НДС в 2018 г.** Министерство энергетики предлагает изменить Бюджетный кодекс РФ, чтобы закон о переходе на налогообложение с дополнительного дохода (НДД) успел получить одобрение в Государственной Думе до 1 декабря 2017 г. и был введён в силу уже в 2018 г., сообщил «Интерфакс» со ссылкой на первого заместителя министра А. Текслера.

Дискуссии по поводу налогообложения в нефтяной отрасли добавляют неопределённость при инвестировании в акции нефтяных компаний. Согласно нашим расчётам старые месторождения будут генерировать одинаковый свободный денежный поток как при НДД, так и при текущем налоговом режиме, если цена на нефть будет составлять 50 долл./барр., а закон будет реализован в том же виде, который ранее обсуждался в СМИ.

По нашим оценкам, если НДД будет реализован на пилотных проектах в соответствии с указанными ранее параметрами, «Сургутнефтегаз», «Лукойл» и «Газпром нефть» могут получить дополнительные менее 0,2% к EBITDA в 2018 г., что не является существенным. Однако отметим, что потенциальное внедрение НДД может привести к снижению стимулов среди нефтяных компаний в оптимизации затрат. В феврале 2017 г. для введения НДД были предложены пилотные проекты «Сургутнефтегаза» (с добычей 2,5 млн. т нефти), «Лукойла» (2,4 млн. т), «Газпром нефти» (2 млн. т) и «Русснефти» (0,1 млн. т). «Роснефть» не предоставила никаких месторождений.

**С начала года Газпром увеличил экспорт газа в Европу на 12%.** «Газпром» увеличил экспорт газа в Европу на 12%

### АО VTB Капитал Управление активами

АО VTB Капитал Управление активами (Лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 №045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия). Стоимость инвестиций может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования и инвестиционных рекомендаций в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Перед приобретением инвестиционных паев следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления фондом. По вопросам приобретения инвестиционных паев, открытия счетов доверительного управления и получения дополнительной информации обращаться по адресу: 123112, Москва, Пресненская наб.10. Телефоны +7(495) 725-5540 (прямой московский номер); 8-800-700-44-04 (звонок по России бесплатный). Адрес в сети интернет: <http://www.vtbcapital-am.ru>

(или на 12,7 млрд. куб. м) до 118,3 млрд. куб. м с начала года, сообщил «Коммерсант». Экспорт компании растёт быстрее, чем поставки её основных конкурентов (Норвегия, Алжир и поставщики СПГ), что привело к увеличению доли «Газпрома» в общем объёме поставок газа в Европу на 1,9 п.п. до 30,7%, пишет издание. В результате компания ожидает, что к концу года её экспорт достигнет 185 млрд. куб. м газа (по сравнению с предыдущим прогнозом 180 млрд. куб. м), сообщают источники издания.

Компания объяснила рост экспорта газа с начала 2017 г. благоприятными погодными условиями и низкими объёмами газа в европейских хранилищах, которые все ещё ниже прошлогоднего уровня (69% по сравнению с 79% в 2016 г., согласно данным Bloomberg). Мы также отмечаем, что в этом году компания уже несколько раз пересматривала свои целевые прогнозы по производству и экспорту газа. Мы считаем, что новый прогноз по экспорту в 2017 г. довольно консервативен, и ожидаем, что экспорт в этом году достигнет 191 млрд. куб. м, исходя из сильных показателей, продемонстрированных с начала года.

**ТМК опубликовала слабые результаты по МСФО за 2 кв. 2017 г.** На прошлой неделе «ТМК» выпустила более слабые, чем ожидалось (согласно консенсус прогнозу Интерфакс), финансовые результаты за 2 кв. 2017 г. Выручка выросла на 17% за квартал и на 30% за год до 1,11 млрд. долл., что в целом соответствовало рыночным ожиданиям. EBITDA снизилась на 6% за квартал до 134 млн. долл. (рентабельность EBITDA 12% во 2 кв. 2017 г. по сравнению с 15% в 1 кв. 2017 г.) в основном за счёт снижения EBITDA российского подразделения на 16% вследствие отрицательного влияния более высоких внутренних цен на сталь. Как итог, опубликованное значение EBITDA за 2 кв. 2017 г. было ниже рыночных ожиданий на 10%. Чистый убыток составил 19 млн. долл. из-за слабой операционной прибыли.

Во время конференц-звонка менеджмент компании подтвердил свой положительный взгляд на 2 пол. 2017 г. Ожидается, что результаты российского подразделения улучшатся во 2 пол. 2017 г., поскольку более высокая доля операционных расходов будут переложена на клиентов, а также будет увеличено производство труб большого диаметра. Также результаты американского подразделения должны оказаться сильными за счёт восстановления спроса на трубные изделия нефтепромыслового сортамента. Как итог, во 2 пол. 2017 г. рентабельность EBITDA российского дивизиона ожидается на уровне 1 пол. 2017 г. В то же время ожидается, что EBITDA американского подразделения удвоится во 2 пол. 2017 г. по сравнению с 1 пол. 2017 г.

В 1 пол. 2017 г. EBITDA американского подразделения достигла положительного значения 30 млн. долл. (по сравнению с -54 млн. долл. в 1 пол. 2016 г.). В целом,

менеджмент «ТМК» ожидает, что консолидированная рентабельность EBITDA в 2017 г. должна оказаться примерно на уровне прошлого года - около 16%.

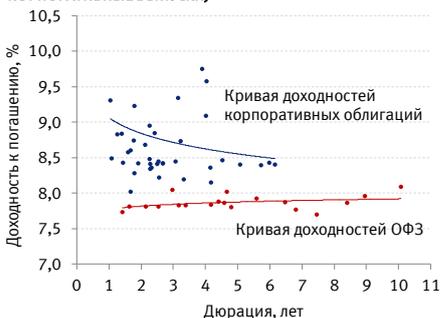
**Норникель опубликовал отчётность по МСФО за 1 пол. 2017 г. несколько хуже ожиданий.** На прошлой неделе «Норильский никель» опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 пол. 2017 г.: выручка за 1 пол. 2017 г. составила 4,25 млрд. долл. (прирост 11% за год), что оказалось на 3% выше и нашей оценки, и рыночных ожиданий (консенсус прогноз Интерфакс). EBITDA составила 1,67 млрд. долл. (снижение на 3% за год), что было на 4% выше нашей оценки и на 4% ниже рыночного консенсуса.

Основной причиной более низкого значения EBITDA стали укрепление курса рубля и увеличение социальных расходов. Чистая прибыль составила 918 млн. долл. (снижение на 30% за год) – ниже нашей оценки на 2% и ниже рыночного консенсуса на 8%. В 1 пол. 2017 г. свободный денежный поток составил 512 млн. долл. по сравнению с 619 млн. долл. в 1 пол. 2016 г. Чистый долг составил 5,6 млрд. долл. на конец 1 пол. 2017 г. Как итог, соотношение чистого долга к EBITDA за последние 12 мес. выросло до 1,5x по сравнению с 1,2x на конец 1 пол. 2016 г.

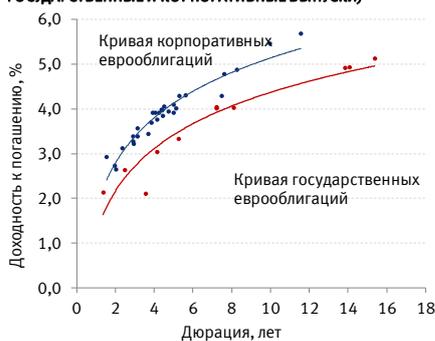
24 августа компания планирует объявить дивиденды за 1 пол. 2017 г. Согласно нашим расчётам, дивиденды должны составить 60% от EBITDA или 6,6 долл. на акцию (0,66 долл. на ADR), что соответствует дивидендной доходности 4,4%.

## Индикаторы рынка облигаций

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ (ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ ВЫПУСКИ)



КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ (ГОСУДАРСТВЕННЫЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ ВЫПУСКИ)



Источник: Московская биржа, ВТБ Капитал

## Тенденции рынка облигаций

**Среднесрочные ОФЗ пользуются спросом.** На прошлой неделе средневзвешенный оборот на рынке ОФЗ составил около 19 млрд. руб., что довольно много по летним меркам (хотя и заметно ниже максимумов, достигнутых пару месяцев назад). При этом если до недавних пор основная активность была сосредоточена в длинных выпусках с фиксированным купоном, то теперь центр тяжести сместился к среднесрочным облигациям: на их долю пришлось 40% оборота, тогда как на долю дальних бумаг – лишь 32%.

Еще четверть недельного оборота обеспечили флоутеры. Участие нерезидентов в течение недели менялось в зависимости от изменения глобального аппетита к риску, но при этом спрос с их стороны на рубли неизменно возрастал каждый раз, когда курс USDRUB приближался к отметке 60, а спрос на среднесрочные ОФЗ оставался достаточно стабильным. В свою очередь некоторые локальные инвесторы, по всей видимости, также покупали среднесрочные выпуски с фиксированным купоном, продавая при этом флоутеры.

По итогам недели ОФЗ со сроком обращения 4–6 лет укрепились на 0,3-0,4 п.п., тогда как более длинные бумаги закрылись лишь в небольшом плюсе. В результате средний отрезок кривой сместился вниз на 8–10 б.п., а дальний опустился всего на 1–2 б.п. Если ситуация и дальше будет развиваться таким же образом, в ближайшее время наклон кривой вновь может стать положительным. Что касается флоутеров, ОФЗ-29006 за неделю подешевел на 0,5 п.п., в то время как более короткие выпуски закрылись почти без изменений. Индексируемый на инфляцию ОФЗ-52001 скорректировался на 0,3 п.п. Показатель вмененной инфляции снизился на 12 б.п., до 4,5%.

**Российские еврооблигации.** Рынки долга провели волатильную неделю, в течение которой аппетит к риску несколько раз менял свое направление. Доходность 10-летних казначейских обязательств США к середине недели повысилась примерно на 10 б.п., но к пятнице вернулась на исходные позиции, закрывшись без изменений на отметке 2,19%. Кривая российских суверенных еврооблигаций сместилась вниз по всей длине на 2-3 б.п.

Активность в облигациях нефтегазовых компаний на прошлой неделе была невысокой, и большинство выпусков закрылось без изменений. В целом бумаги нефтяного сектора на минувшей неделе отстали от облигаций других корпоративных эмитентов, и в данный момент выглядят привлекательно. В банковском секторе основная активность

вновь была сосредоточена в сегменте субординированного долга. Облигации Банка Открытие и Промсвязьбанка по-прежнему были под давлением; в частности, NMOSRM 19 (YTM 13,3%) потерял в цене 6 п.п., а PROMBK 19 (YTM 9.21%) – 2.5 пп. Субординированные выпуски МКБ, в течение недели демонстрировавшие значительную волатильность, снизились в цене на 0,6–0,8 п.п. В пятницу агентство Bloomberg со ссылкой на председателя правления МКБ В.Чубаря сообщило, что во второй половине недели банк в небольших объемах выкупал с рынка старшие облигации CRBKMO 18 и CRBKMOР 21.

Бессрочные выпуски завершили неделю без изменений; исключение составили бумаги Газпромбанка и Группы ТКС, которые прибавили в цене 0,2 п.п. Субординированный SBERRU 24 (YTM 5,78%) подорожал на 0,2 п.п. ALFARU 19 (YTM 3,64%; +6 б.п.), напротив, опустился в цене на 0,2 п.п. Доходность облигаций Евраз снизилась на 5–7 б.п. по всей длине кривой. SNMFRU 21 (YTM 3,44%) потерял в доходности 4 б.п. В остальных бумагах изменения были незначительными. В транспортном секторе опережающую динамику показали выпуски КТЖ, закрывшиеся снижением доходностей на 6 б.п.

**Минфин и Банк России разместили облигации.** На прошлой неделе Банк России после почти шестилетнего перерыва вернулся на внутренний рынок долга, предложив инвесторам 3-месячные облигации на сумму 150 млрд. руб. При спросе в 173 млрд. руб. предложенная сумма была размещена полностью. Ставка купона рассчитывается как среднее значение ключевой ставки ЦБ за период обращения, а выплата купона производится в момент погашения. Не исключено, что новый инструмент отвлек на себя часть спроса, «предназначенного» для самых коротких выпусков ОФЗ.

В свою очередь, на прошлой неделе Минфин вновь предложил инвесторам два выпуска с фиксированным купоном. Результаты аукционов превзошли ожидания. Несмотря на некоторое снижение интереса со стороны нерезидентов, рынок без труда «переварил» весь предложенный объем 40 млрд. руб., не потребовав практически никакой премии к вторичному рынку.

В случае ОФЗ-26207 спрос превысил предложение в 2 раза, а доходность по цене отсечения составила 7,80%. С момента последнего аукциона по данному выпуску прошло больше года, а несколько недель назад Минфин увеличил предельный объем размещения ОФЗ-26207 на 100 млрд. руб. В течение долгого времени выпуск торговался ниже других бумаг на кривой: за период с начала этого года среднее значение его спреда к более короткому ОФЗ-26219 составило около –12 б.п. Достаточно часто на рынке РЕПО

возникла нехватка бумаг данного выпуска, из-за чего соответствующие ставки оказывались в отрицательной зоне.

Аукцион по размещению среднесрочного ОФЗ-26220 оказался еще более успешным: суммарный объем заявок достиг 60 млрд. руб., втрое превысив объем предложения, чего не было с апреля этого года. В этом случае никакой премии к вторичному рынку не потребовалось – более того, после аукциона доходность выпуска продолжила снижаться. Рыночные ожидания склоняются к тому, что в сентябре Банк России возобновит цикл смягчения денежно-кредитной политики, в связи с чем фаворитами на рынке ОФЗ могут стать среднесрочные выпуски с фиксированным купоном.