



Экономика

Временные факторы остаются драйвером дезинфляции

Инфляция на неделе с 21 по 27 февраля опустилась до нуля н./н. и до 4,6% г./г., накопленный с начала года показатель составил 0,8%. Пока позитивная динамика г./г. в первую очередь определяется высокой базой начала 2016 г., тогда темпы роста цен м./м. в январе-феврале были несколько выше обычных. Продолжают помогать и временные факторы: снижаются цены на ряд продуктов, занимающих заметную долю в ИПЦ. Так, цены на мясо птицы и свинину с начала года упали на 1%, на сахар и яйца – на 5,5% и на 3%. При этом системное замедление инфляции не так заметно: цены растут как на большинство продуктов питания, так и на непродовольственные товары (на одежду, а/м, бензин). Мы полагаем, что в том числе по этим причинам позитивные данные по инфляции пока не будут являться поводом для оптимизма ЦБ и для смягчения денежно-кредитной политики в ближайшее время.

Рынок ОФЗ

Аукционы: в длинных бумагах появился крупный покупатель

Вчера на аукционах Минфин реализовал весь предложенный объем (35 млрд руб.) без заметной премии ко вторичному рынку (где наблюдалось восстановление цен после недавней коррекции, в результате доходности сместились вниз на 5-7 б.п.). Отсечка по 2-летним ОФЗ 26216 была установлена на УТМ 8,62%, что, по нашему мнению, является слишком низким уровнем с учетом наших ожиданий по динамике ключевой ставки (лучшей альтернативой является или депозит ЦБ, или плавающие ОФЗ). Половина реализованных длинных ОФЗ 26219 пришлось на 1 заявку (9,3 млрд руб.), из-за нее размещение прошло без премии к рынку. Возможно, на рынок классических ОФЗ частично приходит избыток рублевой ликвидности (на депозитах в ЦБ уже 1 трлн руб.).

Рынок корпоративных облигаций

ВТБ: чистая прибыль от переоценок и выбытия непрофильных активов. См. стр. 2

VEON: изменение концепции не отразится на долговой нагрузке. См. стр. 3

ХКФ Банк: регулятивное повышение RW компенсируется прибыльностью и запасом капитала

ХКФ Банк (-/-/В+) представил результаты по МСФО за 4 кв. 2016 г. Банк получил чистую прибыль (3,2 млрд руб., ROAE 22,7% к регулятивному собственному капиталу), т.е. продолжается восстановление прибыльности после падения в 2014-2015 гг. (напомним, что в 3 кв. прибыль составила 2,8 млрд руб.). Улучшение произошло главным образом из-за роста процентного дохода (+10,3% кв./кв.) при стабильной стоимости фондирования (чистый процентный доход вырос на 1,3 млрд руб. до 8,22 млрд руб. при чистой марже 14,1% и стоимости риска 6,5%). Повышение процентного дохода темпами, опережающими прирост кредитов (+4% до 171 млрд руб.), может быть обусловлено продолжающейся стабилизацией качества кредитов по следующим причинам: ряд проблемных заемщиков стали платить (в 4 кв. плохие кредиты восстановлены на 1,7 млрд руб.), старые плохие кредиты замещаются новыми, приносящими доход (в 4 кв. валовая выдача кредитов составила 54,2 млрд руб., сегмент кредитных карт сократился в пользу POS-кредитов). Остающиеся повышенными списания (5,32 млрд руб., 2,85% портфеля) привели к снижению NPL 90+ лишь на 3 млрд руб. до 11,2 млрд руб. (6% портфеля), т.е. признаков существенного улучшения качества нет, наблюдается стабилизация. Покрытие резервами NPL 90+ комфортно (137%). Рост прибыли привел к увеличению достаточности капитала 1-го уровня (на 50 б.п. до 8% при мин. 4,5%), по методологии ЦБ по стандартам Базель 3. По необеспеченным розничным кредитам, выданным с 1 марта 2017 г., будут применяться повышенные коэффициенты риска: так, по кредитам с ПСК 25-30% коэффициент возрастет с 1,1x до 1,4x, с ПСК 20-25% - с 1x до 1,1x. По отчетности банка, средняя эффективная ставка составила 25,2% год. в 2016 г., т.е. из-за этого ужесточения рост RWA в течение следующих 12M (в течение которых 65% портфеля обернется) не превысит 20%, что покрывается текущей прибыльностью и высоким запасом капитала (может абсорбировать единовременное (в течение квартала) появление новых проблемных кредитов в размере 8% портфеля). Мы по-прежнему считаем интересным для покупки HCFBRU 20 с УТМ 8,2% (старый "суборд") с удержанием до погашения.

Евраз: заметное улучшение показателей за счет роста цен

Евраз (BB-/Ba3/BB-) опубликовал сильные результаты за 2П 2016 г. по МСФО, которые были обеспечены ростом цен на коксующийся уголь и сталь (77% и 16% п./п.). Выручка повысилась на 11% п./п. до 3,9 млрд долл., EBITDA - на 67% п./п. до 965 млн долл. (+63% по российскому стальному дивизиону, в 2 раза - по угольному), рентабельность по EBITDA - на 8 п.п. до 24,5%, рекордный уровень за последние 7 лет. Рост свободного денежного потока позволил сократить Чистый долг на 9% (по нашим оценкам), а со значительным ростом EBITDA долговая нагрузка снизилась до 3,1x с 4,8x в 1П 2016 г. Денежные средства (1,16 млрд долл.) покрывают долг к погашению в 2017 г. (294 млн долл.) и в 2018 г. (853 млн долл.). В 1 кв. 2017 г. мы ждем продолжения улучшений: контрактные цены на уголь стали вдвое выше, цены на г/к прокат подросли на 18%, во 2 кв. возможно сохранение цен на достаточно высоких уровнях за счет планов ограничения производства в Китае из-за экологии. Бонды Евраза выглядят дорого. Лучшая альтернатива - VIP-GTN 20 (УТМ 4,23%) и VIP 23-GTN (УТМ 5,29%). Для консервативных инвесторов рекомендуем Russia 28.

ВТБ: чистая прибыль от переоценок и выбытия непрофильных активов

Разовые факторы позволили показать прибыль, несмотря на повышенные отчисления в резервы

Мы оцениваем отчетность группы ВТБ (ВВ+/Ва2/-) по МСФО за 4 кв. 2016 г. нейтрально: банку удалось показать чистую прибыль в размере 17,5 млрд руб. (против +18,7 млрд руб. в 3 кв.) и по итогам года - 51,6 млрд руб., при этом 51,1 млрд руб. были выплачены в качестве дивидендов, 14 млрд руб. - по процентам бессрочного субординированного выпуска. В 4 кв. произошло снижение дохода от основной операционной деятельности (чистый процентный и комиссионный доход за вычетом резервов под обесценение) в основном из-за повышения стоимости риска на 11 млрд руб. Также негативное влияние оказал всплеск административных расходов и расходов на персонал (на 7 млрд руб.). Эти негативные факторы были компенсированы в основном за счет 1) произведенной переоценки справедливой стоимости инвестиционной недвижимости (+10,5 млрд руб. в сравнении с +2,7 млрд руб. в 3 кв.); 2) доли в прибыли, полученной ассоциированными компаниями и СП (2,5 млрд руб.); 3) дохода, полученного от выбытия дочерних компаний (2,8 млрд руб., в частности произошло выбытие ФК Динамо-Москва). В целом по 2016 г. результат банка и определился подобного рода разовыми переоценками и выбытиями активов, а также сокращением отчислений в резервы, в то время как на уровне банковской деятельности заметного улучшения не произошло. Стоимость риска с учетом обязательств кредитного характера (гарантии) выросла с 1,7% до 2%, что вместе с негативным курсовым эффектом нивелировало расширение чистой процентной маржи (на 1,1 п.п. до 3,6%). Возврат на капитал (ROAE) составил всего 3,5%, что является самым низким показателем среди крупных универсальных банков (например, у Сбербанка 20,5% в 3 кв.).

Менеджмент ожидает, что маржа останется на достигнутом уровне, при этом стоимость риска, скорее всего, не уйдет заметно ниже 2%. Это позволяет рассчитывать на прибыль в 2017 г. (100 млрд руб., согласно ожиданиям менеджмента) лишь от разовых факторов от небанковской деятельности.

Запаса капитала недостаточно для покрытия всех обесцененных кредитов

Прирост активов, взвешенных с учетом риска (+4%, в 4 кв. банк увеличил валютные активы на балансе - на 10 млрд долл.), в условиях близкой к нулевой прибыльности (вся прибыль ушла на выплату дивидендов) привел к снижению достаточности капитала 1-го уровня в 4 кв. на 60 б.п. до 12,9% в соответствии с Базель по МСФО. На основе РСБУ по Базель 2, достаточность капитала ПАО ВТБ Банк также снизилась на 50 б.п. до 11,1% (при мин. 8%), что соответствует способности банка досоздать резервы в размере 284 млрд руб., или 5,4% от чистого портфеля (за вычетом уже сформированных резервов). Такой запас капитала выглядит скромным, учитывая, что общий размер кредитов с признаками обесценения (doubtful + loss) составляет 756,2 млрд руб. (по ним резерв формируется от 20% до 100%).

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Активы, в т.ч.	12 585,5	12 359,2	+2%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	9 487,0	9 409,7	+1%
розничные	2 175,6	2 121,4	+3%
корпоративные (включая РЕПО)	7 311,4	7 288,3	0%
NPL 90+/Кредитный портфель	6,4%	7,2%	-0,8 п.п.
Средства клиентов	7 346,6	8 000,9	-8%
Собственный капитал	1 410,2	1 422,1	-1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,6%	15,4%	-0,8 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	104,6	103,4	+1%
Чистый комиссионный доход	25,9	19,3	+34%
Чистая прибыль	17,5	18,7	-6%
Чистая процентная маржа	3,8%	3,8%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Всплеск кредитования нефтегазовой отрасли

Кредитование продемонстрировало рост всего на 0,8% кв./кв. до 9,5 трлн руб. в основном по договорам обратного РЕПО (+ 200 млрд руб.), а также розничного кредитования (ипотека и потребительские кредиты, +60 млрд руб.). Однако в разрезе по сегментам произошли существенные изменения: из кредитования сегмента промышленного производства было высвобождено 291 млрд руб. (по-видимому, это следствие досрочного погашения кредитов ОПК по госгарантиям), которые почти в таком же объеме были инвестированы в кредитование нефтегазовой отрасли. Кстати говоря, Роснефтегаз в декабре выплатил в бюджет порядка ~711 млрд руб. от приватизации Роснефти, при этом, по нашим оценкам, Роснефтегаз располагал собственными средствами в объеме 544 млрд руб.

Менеджмент ориентирует инвесторов на прирост корпоративных кредитов на 6% и розничных на 10% по итогам 2017 г.

Без улучшения в качестве

Улучшения качества кредитного портфеля не произошло: показатель NPL 90+ снизился на 78 млрд руб. до 604 млрд руб. (6,4% портфеля) по причине произведенных списаний в конце года на 111 млрд руб., из которых 74 млрд руб. пришлось на корпоративный сегмент, а 37 млрд руб. - на розничный.

С депозитов произошел отток средств в размере 924 млрд руб., который был обусловлен изъятием средств Минфином (традиционно это происходит в конце года для финансирования бюджетных расходов), что было компенсировано привлечением ликвидности у ЦБ РФ по РЕПО и 321-П. По данным РСБУ, на 1 февраля 2017 г. ВТБ оставался в состоянии структурного дефицита ликвидности с чистой задолженностью перед ЦБ РФ/Минфином более 700 млрд руб.

Среди выпусков банков 1-го эшелона мы по-прежнему предпочитаем суборд SBERRU 23. Кроме того, при текущих относительно узких кредитных спредах корпоративных бумаг 1-го эшелона нам нравятся суверенные бонды РФ.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

VEON: изменение концепции не отразится на долговой нагрузке**Результаты в рамках ожиданий, оптимистичный прогноз, однако эффект на долговую нагрузку должен быть незначительным**

VEON (ранее VimpelCom Ltd) (BB/Ba2/BB+) опубликовал результаты за 2016 г. в рамках прогноза, озвучил оптимистичные ожидания на 2017-18 гг. и объявил о трансформации из традиционного телекоммуникационного оператора в технологическую компанию путем запуска коммуникационной платформы VEON и о ребрендинге. Несмотря на ожидаемое компанией улучшение финансовых показателей, это не должно сильно сказаться на показателях долговой нагрузки, поскольку VEON также обнародовал новую дивидендную политику, в рамках которой значительная часть свободного денежного потока будет распределяться между акционерами. Кроме того, дочерний холдинг VEON Global Telecom Holding провел обратный выкуп части собственных акций, и VEON не исключает схожих действий в будущем, а уровень долговой нагрузки 2,0x Чистый долг/ЕБИТДА представляется руководством VEON комфортным.

Ключевые финансовые показатели VEON

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	2 354	2 296	+2%	8 885	9 606	-7%
ЕБИТДА*	910	898	+1%	3 581	3 926	-9%
Рентабельность по ЕБИТДА*	38,7%	39,1%	-0,4 п.п.	40,3%	40,9%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль/убыток	1 643	58	+28,3x	2 414	-655	-
Операционный поток	445	907	-51%	1 875	2 033	-8%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 001	-949	+5%	-2 671	-2 634	+1%
Капвложения	-770	-709	+9%	-1 741	-2 033	-14%
Финансовый поток	-474	-100	+4,7x	-125	-1 439	-91%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 489	10 803	-3%
Краткосрочный долг	2 856	2 619	+9%
Долгосрочный долг	7 632	8 232	-7%
Чистый долг	7 162	6 804	+5%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	2,0x	1,9x	-

* ЕБИТДА скорректирована на единовременные расходы на реорганизацию в размере 127 млн. долл. США в 4 кв. 2016 г. и 349 млн. долл. США в 2016 г.

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты 2016 г. в рамках ожиданий, амбициозные планы на ближайшие годы

В 4 кв. 2016 г. VEON впервые за долгое время продемонстрировал рост выручки в долларовом выражении благодаря укреплению рубля и консолидации оператора Warid в Пакистане, при этом органически выручка снизилась на 0,2% г./г., в первую очередь, из-за падения выручки в Алжире на 14% г./г. в результате высокой конкуренции, что выразилось в оттоке абонентов и снижении ARPU. Рентабельность по ЕБИТДА сократилась на 0,4 п.п., также в большей степени в свете усиления конкуренции в Алжире, а также из-за удвоения налоговых отчислений в Узбекистане. Чистая прибыль значительно выросла благодаря бухгалтерскому отражению деконсолидации Wind, что также стало причиной снижения операционного денежного потока. Чистый долг в 4 кв. 2016 г. вырос кв./кв. из-за традиционно повышенного уровня капвложений в конце года, и Чистый долг/ЕБИТДА на конец года составил 2,0x. По итогам года VEON смог достичь изначальных планов - органический рост выручки (без учета Warid) составил 0,5% г./г., повышение скорректированной рентабельности ЕБИТДА - 0,2 п.п., а отношение капвложений к выручке составило 17,4%.

Цели на 2017 г. выглядят достаточно амбициозно, особенно в части рентабельности и свободного денежного потока: VEON ожидает роста выручки в пределах 3% г./г. в локальных валютах, повышения рентабельности ЕБИТДА до 3 п.п. и свободного денежного потока в диапазоне 700-800 млн долл. против 607 млн долл. в 2016 г., а в 2018 г. свободный денежный поток, по ожиданиям компании, должен составить 1 млрд долл. При этом VEON также принял новую дивидендную политику, в рамках которой планирует выплатить 19,5 центов на акцию в апреле 2017 г., что в сумме составит 342,5 млн долл., а в конце года должен быть выплачен второй транш, общая сумма которого, по нашим оценкам, может составить около 70 млн долл. Кроме того, дочерний холдинг VEON Global Telecom Holding в начале 2017 г. провел обратный выкуп собственных акций с рынка на общую сумму порядка 257 млн долл. Таким образом, на снижение долговой нагрузки остается достаточно незначительная часть свободного денежного потока, но улучшение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА возможно за счет роста ЕБИТДА, что подразумевается прогнозом на 2017 г. В ходе презентации результатов менеджмент упомянул о намерении продолжить оптимизацию долгового портфеля, но это будет касаться, в первую очередь, снижения средней стоимости заимствований, а долговая нагрузка на уровне 2,0x Чистый долг/ЕБИТДА представляется руководству комфортной.

Трансформация оператора связи в технологическую компанию

Одним из главных событий презентации стало объявление о запуске коммуникационной платформы VEON, что должно ознаменовать трансформацию холдинга из традиционного оператора связи в технологическую компанию, с чем, в том числе, связан и ребрендинг. Основными преимуществами перед ОТС-сервисами (WhatsApp, Viber и т.д.) руководство считает 1) более глубокую интеграцию с телекоммуникационной сетью, к примеру, VEON позволит совершать звонки с коммуникационной платформы на телефонный номер как сотовой, так и фиксированной сети, что в данный момент невозможно с помощью ОТС-сервисов; 2) более детальную информацию об абоненте, что поможет наиболее точно предложить ему необходимую услугу; 3) доступность VEON даже при нулевом балансе. Монетизация планируется за счет разделения доходов с партнерами, предоставляющими сервисы в рамках платформы, сейчас такие соглашения заключены с MasterCard, медийным холдингом Vivendi и музыкальным сервисом Deezer. Платформа VEON была запущена в Италии около 2 месяцев назад, и на данный момент насчитывает порядка 1 млн скачиваний, что соответствует примерно 3% абонентской базы Wind, или 1% всего рынка, однако о

2 марта 2017 г.

финансовом эффекте инновационной услуги говорить пока рано.

Мы сохраняем рекомендацию на покупку VIP-GTN 20 (YTM 4,23%) и VIP 23-GTN (YTM 5,29%). Рублевые облигации эмитента неликвидны, лучшей им альтернативой являются ОФЗ с плавающей ставкой купона.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

Банковский сектор

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



#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	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
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.