



10 ноября 2017 г.

Мировые рынки

Обсуждение налоговой реформы запустило "американские горки"

Вчерашняя сессия на американском рынке акций оказалась очень волатильной: индекс S&P в начале дня упал на 1%, но к концу дня падение было частично отыграно (в итоге снижение составило 0,4%). Основной причиной распродаж стали детали законопроекта по налоговой реформе, которые свидетельствуют о наличии различных версий, подготовленных Сенатом и Бюджетным комитетом Палаты представителей. Сенат предлагает отсрочить снижение налога на прибыль до января 2019 г., что противоречит позиции Д. Трампа (за немедленное снижение налога). Коррекции способствовали и технические факторы: фиксация прибыли на фоне новой волны опасений о перегреве рынка на фоне низких ожиданий по росту экономики (в качестве аргумента приводится слишком узкий спред между 10- и 2-летними UST). Но сложно рассчитывать на появление "медвежьего" тренда при умеренно мягкой монетарной политике при сохранении текущего роста экономики США (налоговая реформа в той или иной форме будет принята).

Экономика

Риторика властей повышает вероятность снижения ставки в декабре

Инфляция вторую неделю подряд держится на нулевом уровне (2,7% г./г.). Как и на прошлой неделе, улучшения в основном происходят за счет небазовой инфляции - в первую очередь, фруктов и овощей (0,9% н./н.). Базовая инфляция остается вблизи нуля. В итоге до конца года темпы роста цен, по нашему мнению, сохранятся вблизи 3% г./г. с учетом высокой дезинфляционной роли цен на продукты питания. Интересно отметить, что столь низкий уровень роста цен не воспринимается ЦБ как нечто, требующее активных действий по смягчению политики. В частности, регулятор заявлял, что инфляция находится вблизи его цели. Впрочем, мнение ЦБ не разделяет Минэкономразвития. Вчера такую же идею высказал и В. Путин, отметив, что снижение инфляции до 2,5-2,7% к концу года (прогноз МЭР) является предпосылкой для снижения ключевой ставки. Мы не исключаем, что ЦБ может прислушаться к этому мнению при принятии решения на декабрьском заседании (15 декабря). Впрочем, до этого времени не менее важными для монетарной политики станут отчет об инфляционных ожиданиях и динамика инфляции в ноябре.

Рынок корпоративных облигаций

ВТБ: всплеск стоимости риска и инвестиции в Открытие Холдинг у половины прибыль

Мы оцениваем отчетность группы ВТБ (BB+/Ba2/-) по МСФО за 3 кв. 2017 г. умеренно негативно: чистая прибыль (17,4 млрд руб., ROE - 4,8%) заметно сократилась в сравнении с 1 кв. (27,6 млрд руб.) и 2 кв. (30,3 млрд руб.), что в основном стало следствием резкого повышения отчислений в резервы под обесценение кредитов (на финансирование текущей деятельности и проектное финансирование) на 13,6 млрд руб. до 42,4 млрд руб. Также был получен убыток по портфелю ц/б (-3,8 млрд руб. против +3,6 млрд руб. во 2 кв.), что не соответствует общей динамике рынка, произошло обесценение земли, зданий и нематериальных активов на 10,5 млрд руб. (3,6 млрд руб. во 2 кв.) и инвестиционной собственности (на 9,3 млрд руб.). Отметим, что в 3 кв. были полностью списаны вложения в акции Открытие Холдинг (7 млрд руб., по-видимому, часть общих вложений (9,99%) была списана ранее), произведена переоценка ВТБ-Аrena (5 млрд руб.). Как и во 2 кв., была показана отрицательная переоценка инвестиционной собственности на 9,3 млрд руб. В процентном и комиссионном доходе заметных изменений не было (чистая процентная маржа - 4,1%). Улучшения качества кредитов не произошло: NPL 90+ вырос на 13 млрд руб. до 614 млрд руб. (6,4% портфеля) при списаниях 40,4 млрд руб., т.е. продолжают появляться плохие кредиты в объеме больше списанных (ухудшение качества портфеля). ROAE (4,8%) остается одним из самых низких среди крупных универсальных банков (например, у Сбербанка - 24,7% за 2 кв. 2017 г.). В соответствии с Базель 1 по МСФО достаточность капитала 1-го уровня опустилась на 20 б.п. до 12,9% из-за снижения прибыльности и увеличения RWA по кредитам (+2,4%, при том, что их объем вырос всего на 1,2%). По РСБУ Н1.0 ПАО ВТБ Банк на 1 октября составил 11,165% (при мин. 9,6%), т.е. банк способен досоздать резервы на 151 млрд руб. Такой запас выглядит скромным, учитывая, что размер обесцененных кредитов на конец 2016 г. составлял 1,08 трлн руб. (в квартальной отчетности качество кредитов не раскрывается), что покрывается резервами на 65%. Отметим, что несмотря на приток средств корпоративных клиентов (в августе-сентябре +150 млрд руб.), у Группы усилился структурный дефицит рублевой ликвидности: на 1 октября чистый долг перед ЦБ и Минфином составил 907 млрд руб. (ВТБ + ВТБ 24 + БМ-Банк + Почта Банк), что на 296 млрд руб. выше, чем во 2 кв. По-видимому, за счет ликвидности от Минфина и ЦБ банк замещает задолженность перед банками (во 3 кв. она сократилась на 341 млрд руб., в частности, перед госбанками погашено 194 млрд руб.). Также банк испытал отток валютной ликвидности со счетов клиентов на 1,7 млрд долл. (по валютной ликвидности банк сохраняет профицит, но он может уйти в конце года по кредиту CEFC). Основной точкой роста прибыльности является развитие Почта-банка (в 3 кв. штат Группы вырос на ~2 тыс.). Бессрочный VTB (@9,5%) выглядел лучше рынка, подорожав на 3 п.п. до 114,6% от номинала, текущая доходность - 8,3%. Учитывая невысокий запас капитала у ВТБ, лучшая альтернатива - старшие бонды GAZPRU 34 (@8,625%) с текущей доходностью 6,4%.

Polyus: несезонное повышение рентабельности. См. стр. 2

Polyus: несезонное повышение рентабельности

**Результаты 3 кв.
оцениваем
положительно**

**TCC удалось
удержать на том же
уровне, несмотря на
вклад россыпей**

**Долговая нагрузка
остается на уровне
1,9x**

**Повышенные
дивиденды при росте
производства не
должны привести к
росту долговой
нагрузки**

Крупнейший российский производитель золота Polyus (BB-/Ba1/BB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2017 г. по МСФО, которые мы оцениваем положительно. Рост выручки на 19% кв./кв. был обеспечен увеличением объемов продаж (+16,5% кв./кв. до 578 тыс. унций) за счет наращивания объемов производства золота (+32% кв./кв. до 642 тыс. унций, в том числе за счет сезонной добычи на россыпях) на фоне практически неизменной цены на металлы (+1% кв./кв. до 1279 долл./унция). Показатель EBITDA вырос на 25% кв./кв. при сохранении общих денежных издержек (TCC) на том же уровне кв./кв. - 380 долл./унция (несмотря на больший вклад россыпей с высоким TCC, благодаря снижению TCC на Олимпиаде и Куранахе) и ослаблению рубля на 3% кв./кв., рентабельность повысилась на 3,2 п.п. до 63,8%.

Ключевые финансовые показатели Polyus

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2017	2 кв. 2017	кв./кв.	3 кв. 2016	г./г.
Выручка	744	625	+19%	706	+5%
EBITDA	475	379	+25%	444	+7%
Рентабельность по EBITDA	63,8%	60,6%	+3,2 п.п.	62,9%	+0,9 п.п.
Чистая прибыль	371	104	+3,6x	390	-5%
Операционный поток	398	268	+49%	393	+1%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-217	-191	+14%	-97	+2,2x
Капвложения	-223	-210	+6%	-115	+94%
Финансовый поток	-543	-75	+7,2x	35	-
В млн долл., если не указано иное	30 сентя. 2017			30 июня 2017	кв./кв.
Совокупный долг, в т.ч.	4 272			4 561	-6%
Краткосрочный долг	10			29	-66%
Долгосрочный долг	4 262			4 532	-6%
Чистый долг	3 151			3 084	+2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,9x			1,9x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Чистый долг за 3 кв. увеличился на 2% до 3,15 млрд долл., а его отношение к LTM EBITDA осталось на уровне 1,9x. Накопленные денежные средства составляют 1,1 млрд долл., а краткосрочный долг незначителен - 10 млн долл. В 2018 г. предстоит погасить всего 13 млн долл., в 2019 г. - 591 млн долл. Капвложения за 9М составили 546 млн долл., а годовая программа была повышенна до более 800 млн долл. (ранее 600-650 млн долл.) в связи с наращиванием затрат на Наталку ("горячий" запуск прошел в сентябре, на полную мощность выйдет к концу 2018 г.) и может быть профинансирана преимущественно из собственных средств (операционный денежный поток за последние 12M - 1,25 млрд долл.).

В конце 2 кв. было проведено SPO, в результате которого компания получила 400 млн долл. (отразилось в отчете о движении денежных средств в 3 кв.), при этом акционерам были выплачены дивиденды в 3 кв. в объеме 567 млн долл. Напомним, после завершения сделки с китайской Fosun (срок одобрения сделки до конца февраля 2018 г.), которой будет продано 10% Polyus материнской компанией PGII, вступает в силу соглашение о минимальных дивидендах, согласно которому их размер определяется наибольшим из 1) 30% 12M EBITDA по МСФО или 2) 550 млн долл. ежегодно в 2017, 2018, 2019 гг.; 650 млн долл. - в 2020, 2021 гг. После 2021 г. предусматривается возвращение к существующей дивидендной политике - 30% от EBITDA, если Чистый долг/EBITDA ниже 2,5x. Как мы уже отмечали, по нашим оценкам, при прочих равных с ростом производства (+33% в следующие 2 года) повышенные дивиденды не приведут к росту долговой нагрузки.

10 ноября 2017 г.

Выпуски PGILLN 22, 23 (YTM 4,04% и 4,13%,) с премией 20-25 б.п. к бумагам 1-го эшелона (например, GMKNRM 22, 23, GAZPRU 22) выглядят неинтересно. Более интересную доходность (с более высоким кредитным риском) предлагают бумаги RUALRU 22 (YTM 4,67%) и RUALRU 23 (YTM 4,8%).

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

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. – результат временных факторов

Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция – не повод для агрессивного снижения ставки

Денежный рынок

Профицит ликвидности расширяется из-за проблемных банков

Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субординированных облигаций на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субординированных облигаций Банка ФК Открытие, но держатели старых субординированных облигаций имеют шанс на bail-out



Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
Мечел
НЛМК

Норильский Никель
Русал
Северсталь
TMK
Nordgold
Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

MTC
Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим
СИБУР

Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Global Ports

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург

ВТБ
Газпромбанк
МКБ

ФК Открытие
Промсвязьбанк
Сбербанк

Тинькофф Банк
ХКФ Банк



#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 Ганущевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедъко		(+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.