



16 марта 2016 г.

Мировые рынки

Низкая активность перед FOMC

Финансовые рынки продолжили боковое движение при низкой торговой активности в преддверии итогов завершающегося сегодня заседания FOMC, от которого повышение ключевой ставки не ожидается. В целом участники рынка ждут 2 повышения ключевой ставки по 25 б.п. в этом году: в июне и в конце года. Опубликованные вчера макроданные по США оказались негативными (не в пользу ужесточения денежно-кредитной политики): розничные продажи за январь были пересмотрены с +0,2% на -0,4%, в феврале также продолжился спад. Нефть Brent ушла ниже 39 долл./барр., технические индикаторы сигнализируют о выходе из растущего тренда, за которым, вероятно, последует коррекция.

Рынок ОФЗ

Аукционы: коррекция требует предоставления премии

На сегодняшних аукционах Минфин предложит 15-летние 26218 с фиксированным купоном (8,5% годовых) и 4-летние 29011 с плавающим купоном (6M RUONIA + 97 б.п.). По сравнению с прошлой неделей конъюнктура на рынке классических ОФЗ заметно ухудшилась: кривая доходностей сдвинулась вверх 15-30 б.п., при этом длинные выпуски сместились в диапазон YTM 9,49-9,55%. Катализатором коррекции после затянувшегося ралли стала пока небольшое снижение цен на нефть и последовавшее за ним ослабление рубля. Нефть может подешеветь еще сильнее (в ответ на отсутствие реальных договоренностей по фиксации добычи нефти), что усилит негативную динамику ОФЗ. Однако существенную поддержку госбумагам оказывает нарастающий избыток рублевой ликвидности, которые удешевляет стоимость фондирования, прежде всего, для крупных банков (для них покупка ОФЗ уже несет положительный carry). Тем не менее, справедливую доходность длинных ОФЗ мы оцениваем на уровне YTM 9,8-10%, предполагая, что о/п ставки денежного рынка опустятся к 10% во 2П. Короткая позиция по ОФЗ (предоставление ликвидности по РЕПО под залог ОФЗ с последующей их продажей) несет щедрое carry 130 б.п. По нашему мнению, участие в аукционе представляет интерес лишь для получения премии.

Из-за снижения ставок вдоль кривой IRS (vs. 3M MosPrime) на 40-50 б.п. синтетическая фиксированная доходность плавающих выпусков ОФЗ с купоном 6M RUONIA+ также заметно просела ниже депозитной ставки ЦБ РФ, что свидетельствует о достижении бумагами своих справедливых ценовых уровней. Тем не менее, эти выпуски выглядят интереснее классических ОФЗ. Мы рекомендуем участвовать в аукционе по ОФЗ 29011 (его котировки вчера потеряли 40 б.п.) с ценой заявки не выше 103,85% от номинала, что соответствует 6M OIS.

Снижение IRS сделало плавающие ОФЗ справедливо оцененными



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: возвращается к нормальному курсу. См. стр. 2

Евраз: под давлением строительного спада. См. стр. 4

Сбербанк: возвращается к нормальному курсу

Нормализация стоимости риска и удешевление обязательств улучшили результат

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 4 кв. 2015 г., несмотря на произошедшее ослабление рубля (на 10% еор до 72,88 руб./долл.), оказались лучше 3 кв. (чистая прибыль выросла на 11,5% кв./кв. до 72,6 млрд руб.). Улучшение результатов стало следствием в основном 1) снижения стоимости фондирования на 50 б.п. до 5,3% годовых (погашение привлеченных в конце прошлого года дорогих депозитов, а также приток средств на расчетные счета корпоративных клиентов); 2) снижения стоимости риска на 50 б.п. до 2,3% (объем отчислений в резервы оказался на 13,4% меньше, составив 112,7 млрд руб.). Также позитивную динамику сохранил чистый комиссионный доход (+17% кв./кв. до 95,6 млрд руб.). Негативным моментом стало обесценение деловой репутации/гудвила (6 млрд руб.), что связано с дочерними компаниями ООО Сбербанк Капитал (2,7 млрд руб.), а также подписанным соглашением о продаже дочернего банка Sberbank Slovensko (3,3 млрд руб.). Кроме того, произошло обесценение основных средств и нематериальных активов на сумму 2,8 млрд руб.

Умеренное восстановление спроса в сегменте корпоративного и ипотечного кредитования, а также получение дешевой ликвидности вследствие бюджетного дефицита привело к дальнейшему увеличению чистой процентной маржи на 20 б.п. до 4,9%, что, однако, все еще ниже уровня 2014 г. (5,3%). По мере дальнейшего удешевления стоимости фондирования ожидается дальнейший рост процентной маржи.

Ослабление рубля давит на капитал

Полученная прибыль не смогла компенсировать увеличение показателя RWA (+5,8% кв./кв.), что привело к снижению достаточности капитала 1-го уровня на 20 б.п. до 9,1%, общего капитала на 30 б.п. до 12,6% в соответствии с требованиями Базель 1. На основе РСБУ в соответствии с Базель 3 показатель Н1.0 составил 11,89% на 1 января 2016 г., однако на 1 февраля показатель снизился до 10,91%, что является следствием отмены льготных валютных курсов. Тем не менее, сохраняется относительно высокий запас над минимальным допустимым уровнем 8%. В целом достигнутый возврат на капитал (ROE - 12,6%) выглядит адекватным годовому приросту RWA (+7%).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Активы, в т.ч.	27 334,7	25 934,4	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	19 924,3	19 092,9	+4%
розничные	4 965,6	4 888,2	+2%
корпоративные	14 958,7	14 204,7	+5%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,0%	5,4%	-0,4 п.п.
Депозиты клиентов	14 910,6	13 841,6	+8%
Текущие счета клиентов	4 776,6	4 444,9	+7%
Собственный капитал	2 375,0	2 242,7	+6%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,6%	12,9%	-0,3 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	297,2	263,4	+13%
Чистый комиссионный доход	95,6	81,9	+17%
Операционные доходы	305,9	237,4	+29%
Чистая прибыль	72,6	65,1	+11%
Чистая процентная маржа	4,9%	4,7%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Валютная переоценка обеспечила прирост кредитного портфеля

Кредитный портфель в 4 кв. увеличился на 4,4% до 19,9 трлн руб., при этом за год прирост портфеля составил 7%. Такая динамика стала следствием главным образом переоценки валютных кредитов, в то время как их номинальный объем почти не изменился (65,7 млрд долл.). Прирост рублевого кредитования оказался незначительным: всего +1,4%, или +153 млрд руб. до 11,33 трлн руб. (за вычетом резервов), что ниже уровня начала года (11,44 трлн руб.), при этом основной прирост был обеспечен ипотекой (+70 млрд руб.). В 4 кв.

наблюдалось некоторое повышение кредитной активности, однако менеджмент по-прежнему планирует лишь скромный рост кредитного портфеля на 2016 г. (6-8% по корпоративному, 3-5% по розничному сегментам).

Есть некоторые признаки стабилизации кредитного риска

Снижение показателя NPL 90+ на 44 млрд руб. до 993 млрд руб. (5% портфеля) стало следствием произведенных списаний 65,1 млрд руб. Показатель NPL 1-90 дней почти не изменился в корпоративном и заметно уменьшился в розничном сегменте (на 24% кв./кв.), что является признаком, свидетельствующим о стабилизации кредитного риска. Однако продолжился рост кредитов, условия по которым были пересмотрены, на 3,85% (до 3,4 трлн руб.), а также доли в них кредитов с плохим качеством (с 27,1% в 3 кв. до 33,9%). Объем плохих кредитов (в черной и красной зоне) составил 1,16 трлн руб., что полностью покрывается резервами 1,2 трлн руб., размер которых не выглядит избыточным.

Активный покупатель ОФЗ и евробондов

В 4 кв. 2015 г. портфель ценных бумаг (из которых 19% - инвестиционный портфель, удерживаемый до погашения) вырос на 26% до 2,9 трлн руб. в основном за счет корпоративных бумаг (в рублевом выражении +323 млрд руб. до 1,16 трлн руб.), а также ОФЗ (+83,3 млрд руб. до 872,2 млрд руб.). При этом Сбербанк активно покупал не только рублевые облигации (+262 млрд руб.), но и евробонды: его позиция в долларовых бумагах увеличилась на 4,6 млрд долл. до 12,1 млрд долл. Для сравнения, в 4 кв. общие вложения банков РФ в евробонды в валюте возросли на 6 млрд долл. до 57 млрд долл.

Традиционный приток средств физлиц позволил погасить задолженность по РЕПО перед ЦБ

Для погашения задолженности перед ЦБ (без учета суборда) на 743,5 млрд руб. (до 270 млрд руб.) банк использовал средства, поступившие на счета физлиц (+715 млрд руб.) и корпоративных клиентов (+238 млрд руб.). Поступление рублевой ликвидности является косвенным следствием бюджетного дефицита, а также традиционного для конца года притока средств физлиц (13-ая зарплата и сокращение трат из-за экономической неопределенности). Эта ликвидность у Сбербанка полностью стерилизуется за счет снижения задолженности перед ЦБ, который урезает лимиты по рублевому финансированию (тем не менее, стоимость обязательств снижается, поскольку средства ЦБ замещаются более дешевыми остатками на клиентских счетах). Исходя из средней стоимости обязательств 5%, покупка госбумаг для Сбербанка является очень привлекательной торговой идеей: она несет процентную маржу в размере 400-450 б.п. с низким RW.

SBERRU 23 - интересная доходность при умеренном кредитном риске

Спреды старших выпусков к суверенной кривой РФ находятся вблизи своих средних значений (например, SBERRU 22 - Russia 22 составляет 155 б.п. против среднего значения 140 б.п. с даты размещения бумаг). В то время как G-спреды суверенных бондов РФ находятся вблизи своих минимумов с учетом цен на нефть. В этой связи мы не видим потенциала для дальнейшего ценового роста бумаг, однако и коррекция маловероятна, учитывая устойчивый спрос со стороны российских банков на евробонды (в том числе за счет валютной ликвидности, изымаемой со счетов в иностранных банках в условиях низкой доходности рублевых активов). В этой связи субординированный выпуск SBERRU 23 (YTM 7,2%) может представлять интерес для получения относительно высокой долларовой доходности при умеренных кредитных рисках.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Евраз: под давлением строительного спада

Слабые финансовые результаты за 2П 2015 г.

Евраз (ВВ-/Ваз/ВВ-) опубликовал самые слабые среди уже отчитавшихся российских металлургов финансовые результаты за 2П 2015 г. по МСФО, которые отражают падение спроса и цен на продукцию компании (строительный сортамент, рельсы и пр.) и, в частности, на строительную металлопродукцию, которая занимает значительную долю в общих объемах производства Евраз (35% в 2015 г.; для сравнения, у Северстали - 12%, НЛМК - 12%, ММК - 15%) из-за резкого сокращения спроса и переизбытка предложения со стороны многочисленных производителей в РФ. При этом продажи низкомаржинальных полуфабрикатов остались практически на том же уровне п./п., что привело к росту их доли в общих продажах и, следовательно, ухудшению структуры реализации. Ослабление рубля (на 12% п./п.) не компенсировало снижение спроса и цен.

Заметный рост долговой нагрузки до 3,7х из-за падения EBITDA

В результате выручка во 2П относительно 1П снизилась на 21%, показатель EBITDA просел на 44% п./п., рентабельность по EBITDA - на 5,5 п.п. до 13,3%, из-за чего долговая нагрузка выросла существенно - с 2,6х до 3,7х Чистый долг/EBITDA LTM. Положительным моментом по-прежнему остаются низкие риски рефинансирования: во 2П компания рефинансировала большую часть долга, погашаемого в 2016-17 гг.; накопленные денежные средства (1,4 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочный долг (497 млн долл., и возможные убытки по валютным свопам по рублевым облигациям на 211 млн долл.), а также погашения, предстоящие в 2017 г. (695 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели Евраз

В млн долл., если не указано иное	2П 2015	1П 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	3 873	4 894	-21%	8 767	13 061	-33%
EBITDA	516	922	-44%	1 438	2 325	-38%
Рентабельность по EBITDA	13,3%	18,8%	-5,5 п.п.	16,4%	17,8%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-738	19	-	-719	-1278	-
Операционный поток	818	804	+2%	1 622	1 957	-17%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-153	-206	-26%	-359	-389	-8%
Капвложения	175	248	-29%	423	612	-31%
Финансовый поток	-204	-758	-73%	-962	-1 811	-47%
В млн долл., если не указано иное		31 дек. 2015		30 июня 2015		изм.
Совокупный долг*, в т.ч.		6 724		6 679		+1%
Краткосрочный долг		497		947		-47%
Долгосрочный долг		5 850		5 182		+13%
Чистый долг		5 349		5 683		-6%
Чистый долг/EBITDA LTM**		3,7х		2,6х		-

*Компания в общем долге учитывает эффект от валютных свопов по основной сумме рублевых облигаций

**EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Только угольный дивизион поддержал результаты компании

В ключевом российском стальном дивизионе (68% в выручке, 75% в EBITDA) выручка упала на 25% п./п. до 2,6 млрд долл., EBITDA - на 52% п./п. до 350 млн долл. Выручка в этом дивизионе снижалась по всем видам продукции: полуфабрикаты - на 36% п./п. до 731 млн долл., строительный прокат - на 13% п./п. до 931 млн долл., рельсы - на 15% п./п. до 253 млн долл. как за счет снижения цен, объемов реализации, так и девальвации рубля. В американском дивизионе выручка упала на 18% п./п. до 1 млрд долл. при падении EBITDA на 51% п./п. всего до 18 млн долл. Поддержку результатам компании оказал угольный сегмент (24% в EBITDA), в котором, несмотря на снижение выручки на 2% п./п., показатель EBITDA вырос на 5% п./п. благодаря повышению внутренних цен в рублях, а также продажам более дорогостоящих марок коксующегося угля. В итоге прибыльность стального дивизиона сократилась с 21% в 1П до 14%, американского дивизиона - с 3% до 1,8%, в угольном дивизионе она повысилась с 32% до 34%.

**Капзатраты
существенно
сократились, в 2016 г.
- еще небольшое
снижение**

Несмотря на заметное сокращение EBITDA, операционный денежный поток во 2П 2015 г. повысился на 2% п./п. до 818 млн долл. в основном в результате высвобождения 389 млн долл. из оборотного капитала против 60 млн долл. инвестиций в 1П. Операционного потока было более чем достаточно для финансирования капвложений - 175 млн долл. За 2015 г. в целом они составили 423 млн долл., или -31% г./г., из них затраты на поддержание существующих мощностей - 257 млн долл. В 2016 г. Евраз планирует капзатраты на уровне 375-400 млн долл., основными проектами станут инвестиции в производство труб большого диаметра в США и дальнейшая реконструкция металлургического завода ЗСМК.

Прогнозы компании на 2016 г. не слишком оптимистичны: ожидается, что производство стали останется на уровне 2015 г. с такой же структурой продаж, за исключением небольшого снижения продаж полуфабрикатов. При этом прогнозируется повышение спроса на рельсовую продукцию. Тем не менее, мы не ожидаем заметного роста спроса на строительный прокат в этом году, хотя компания отмечает некоторое улучшение в настоящий момент вслед за происходящим небольшим улучшением ситуации на мировых рынках.

Выпуски Евраза котируются с премией к бумагам ТМК, в то время долговая нагрузка у компаний находится на одном уровне. Мы считаем, что премии быть не должно, считаем бонды EVRAZ 18 (YTM 7,15%) лучшей альтернативой TRUBRU 18. Рублевые облигации Евраза неликвидны и выглядят дорого.

Ирина Ализаровская
irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+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 Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
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.