



16 августа 2016 г.

Мировые рынки

Инвесторы бегут в акции и развивающиеся рынки

Настроения на финансовых рынках вчера не изменились: инвесторы по-прежнему находят акции (американские индексы обновили свои максимумы) и долги развивающихся стран (премии по CDS снижаются) в качестве лучшей альтернативы нулевым ставкам в развитых странах, которые останутся на текущих уровнях в течение длительного времени (в этой связи интерес представляет публикуемый завтра протокол FOMC и выходящие сегодня данные по инфляции в США). Ослабление доллара к основным мировым валютам и общий повышенный аппетит к риску способствуют росту цен на нефть (+0,8 долл. до 48,3 долл./барр., Brent). Евробонды РФ демонстрируют лишь небольшой ценовой рост, испытывая негативное влияние неопределенного геополитического фона.

Валютный и денежный рынок

ЦБ РФ реагирует на обострение ситуации на денежном рынке

Ситуация с рублевой ликвидностью в начале этой недели заметно ухудшилась, о чем свидетельствует повышение задолженности по фиксированному РЕПО с ЦБ РФ на 84 млрд руб. до 360 млрд руб. Также, судя по распределению объема о/п сделок на рынке МБК между банками из ТОП-35 (этот объем составляет всего 200 млрд руб.), уже в конце прошлой недели больше 30% сделок проходило со ставкой не ниже 10,5% годовых (то есть на уровне ключевой и выше). Получается своего рода двухуровневая сильно фрагментированная система: одна часть, отрезанная от бюджетной ликвидности (360 млрд руб. @ 11,5%), и другая, в которую прямым или косвенным образом средства из бюджета приходят (200 млрд руб. @ 10,39%). Возможно, в последние дни происходит отток ликвидности на счета расширенного правительства (согласно прогнозу факторов формирования ликвидности ЦБ РФ, в следующие 7 дней в бюджет уйдет 66 млрд руб.). В связи с этим ЦБ РФ сегодня проведет аукцион РЕПО с лимитом 100 млрд руб., то есть с учетом прихода средств с аукционного депозита в систему поступит 200 млрд руб., что снизит напряженность на денежном рынке.

Банковская система

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков. См. стр. 2

В июле в валютной части баланса банковской системы с расчетных счетов и депозитов юрлиц отток средств существенно возрос, составив 10,7 млрд долл. (против 3,4 млрд долл. в июне), что, по нашему мнению, связано с выплатами дивидендов. Этот отток был покрыт за счет использования высоколиквидных активов, а также поступлениями от продажи евробондов. Также произошло высвобождение средств из кредитования. Таким образом, как видно из статистики, низкое сальдо счета текущих операций (из-за выплаты дивидендов) компенсируется притоком капитала со стороны локальных банков, которые изымают валюту со счетов за рубежом. В целом курс рубля, при котором происходит сокращение ликвидных активов резидентов в иностранной юрисдикции (своего рода непубличные резервы), не является равновесным. Мы ожидаем дальнейшего повышения рублевой стоимости нефти (или ослабления рубля при стабильной нефти) в конце августа - начале сентября.

Рынок корпоративных облигаций

Роснефть: зрелые месторождения возвращаются к росту. См. стр. 3

Вчера Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Стоит отметить рост добычи на 1,5% кв./кв. на месторождениях Юганскнефтегаза, что существенно сокращает риски падения добычи Роснефти в целом. Выручка, EBITDA и чистая прибыль значительно выросли кв./кв. на фоне повышения цен на нефть и увеличения рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов. Но компании не удалось сгенерировать свободный денежный поток. При этом долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA сократилась с 1,81x до 1,64x. На счетах компании более 1 трлн руб. денежных средств, что полностью покрывает краткосрочный долг (844 млрд руб.).

Выпуски бондов Роснефти на кривой долларовых бумаг Газпрома. Мы считаем интересными выпуски GAZPRU 18,19, номинированные в швейцарских франках (они предполагают премию к долларовой кривой эмитента). Также рекомендуем покупать GAZPRU 20, номинированный в евро и выпуск NVTKRM 21, который отстал от рынка (доходности продолжают снижаться).

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

За 7М Сбербанк сформировал половину прибыли

Согласно опубликованному вчера обзору банковского сектора, в июле была получена прибыль в размере 98,8 млрд руб. (против 124,6 млрд руб. в июне), при этом с начала года было заработано 459 млрд руб., из которых половина приходится на Сбербанк, тогда как банки Группы ВТБ (ВТБ, ВТБ 24, БМ-Банк) заработали всего 26 млрд руб., ГПБ - 22 млрд руб., у РСХБ - убыток 0,87 млрд руб. Учитывая, что в июле в резервы было направлено 106 млрд руб. (в июне, напротив, произошло высвобождение средств), основным фактором сохранения прибыльности на относительно высоком уровне является удешевление фондирования вследствие поступающей бюджетной ликвидности (у госбанков стоимость рублевых обязательств уже опустилась ниже 5%).

Выплата дивидендов привела к большому оттоку валютной ликвидности с клиентских счетов...

В валютной части баланса с расчетных счетов и депозитов юрлиц отток средств существенно возрос, составив 10,7 млрд долл. (против 3,4 млрд долл. в июне), что, по нашему мнению, связано с выплатами дивидендов. В результате остаток на депозитах юрлиц опустился до своего 3-летнего минимума (128,2 млрд долл.). Отметим, что в июле 2015 г. также в период выплаты дивидендов такого большого оттока не наблюдалось: по-видимому, в этом году больше компаний использовали свои средства в валюте на счетах в российских банках (а не привлекали рублевые кредиты для выплаты дивидендов).

.... который привел к заметному сокращению ликвидных активов

Этот отток был покрыт за счет использования высоколиквидных активов (остаток на депозитах и корсчетах в банках-нерезидентах сократился на 6,1 млрд долл.), а также от продажи евробондов (на 1,9 млрд долл.). Также произошло высвобождение средств (1,3 млрд долл.) из кредитования. Таким образом, как видно из статистики, низкое сальдо счета текущих операций (из-за выплаты дивидендов) компенсируется притоком капитала со стороны локальных банков, которые изымают валюту со счетов за рубежом. Банки РФ в целом являются нетто-кредиторами нерезидентов: долг перед ними составляет всего 20 млрд долл., а размещено у них - 50,5 млрд долл., то есть чистые ликвидные иностранные активы составили 30,5 млрд долл., однако в начале года этот показатель был выше - 47,1 млрд долл.

Ожидаем дальнейшего роста рублевой цены на нефть

При этом на локальном рынке, судя по спредам IRS-CCS (100-120 б.п.), заметного дефицита валютной ликвидности не возникло (долг перед ЦБ снизился еще на 0,9 млрд долл. до 12,4 млрд долл.), некоторый дефицит проявляется лишь на о/п (спред MosPrime над свопом > 100 б.п.). Основной спрос на валюту на локальном рынке формируется некоторыми локальными банками для фондирования своих портфелей евробондов, который удовлетворяется крупными банками по относительно низким ставкам (ниже, чем валютное РЕПО ЦБ). Также понижающее давление на рублевую ставку свопа оказывают нерезиденты, предпочитающие получать саггу в рублевой валюте. В целом курс рубля, при котором происходит сокращение ликвидных активов резидентов в иностранной юрисдикции (своего рода непубличные резервы), не является равновесным. Мы ожидаем дальнейшего повышения рублевой стоимости нефти (или ослабления рубля при стабильной нефти) в конце августа - начале сентября.

Урезание лимитов по РЕПО ЦБ не сопровождалось большим притоком рублевой ликвидности

В рублевой части баланса на счета клиентов приток средств остается весьма умеренным (+148 млрд руб. против 83 руб. в июне), что обусловлено временным сокращением бюджетного дефицита (после всплеска расходов в весенние месяцы). В корпоративном кредитовании продолжился рост +132 млрд руб. Несмотря на то, что в результате кредитно-депозитных операций избыток рублевой ликвидности не сформировался, рублевая задолженность перед ЦБ РФ сократилась на 457 млрд руб., что было осуществлено в основном за счет остатков на счетах в "ЦБ и в уполномоченных органах других стран" (они снизились на 267 млрд руб.).

Однако у некоторых малых и средних банков из-за урезания лимитов ЦБ РФ возник дефицит рублевой ликвидности (они не имеют федеральные счета и не получают ликвидность из бюджета), для покрытия которого им приходится привлекать РЕПО в ЦБ по фиксированной ставке (11,5%, в то время как RUONIA 10,4%). Это характеризует жесткую денежно-кредитную политику ЦБ РФ, основной эффект которой сейчас проявляется в снижении чувствительности курса рубля к ценам на нефть.

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

Роснефть: зрелые месторождения возвращаются к росту

Рентабельность по EBITDA достигла 26%

Вчера Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Стоит отметить рост добычи на 1,5% кв./кв. на месторождениях Юганскнефтегаза, что существенно сокращает риски падения добычи Роснефти в целом. Выручка, EBITDA и чистая прибыль значительно выросли кв./кв. на фоне повышения цен на нефть и увеличения рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов. Рентабельность по EBITDA возросла с 22,7% в 1 кв. до 26% во 2 кв. Но компании не удалось сгенерировать свободный денежный поток. При этом долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA сократилась с 1,81x до 1,64x. На счетах компании более 1 трлн руб. денежных средств, что полностью покрывает краткосрочный долг (844 млрд руб.).

Роснефть все еще стоит в плане приватизации на этот год, но мы полагаем, что продажа, скорее всего, будет сдвинута на следующий год. Что касается приватизации Башнефти, то мы считаем, что Роснефть, возможно, единственная компания, которая готова заплатить высокую премию. Напомним, EY оценил продаваемый пакет Башнефти в 306 млрд руб. При этом синергетический эффект от слияния двух компаний, по оценкам Роснефти, мог бы составить 160 млрд руб., что в случае реализации сделки также помогло бы дороже оценить пакет Роснефти в рамках ее приватизации.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	1 232	1 048	+18%	2 280	2 600	-12%
EBITDA	320	238	+34%	558	576	-3%
Рентабельность по EBITDA	26,0%	22,7%	+3,3 п.п.	24,5%	22,2%	+2,3 п.п.
Чистая прибыль	91	14	+6,5x	105	190	-45%
Чистая рентабельность	7,4%	1,3%	+6,1 п.п.	4,6%	7,3%	-2,7 п.п.
Операционный поток	148	210	-30%	358	569	-37%
Капитальные вложения	- 162	- 156	+4%	- 318	- 263	+21%
Свободный денежный поток	- 14	54	-	40	306	-87%

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 939	3 208	-8%
Краткосрочный долг	844	986	-14%
Долгосрочный долг	2 095	2 222	-6%
Чистый долг	1 874	1 987	-6%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,64x	1,81x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Юганскнефтегаз переломил тренд падения

Во 2 кв. 2016 г. суточная добыча углеводородов выросла на 0,2% кв./кв., добыча жидких углеводородов увеличилась на 0,5% кв./кв. Главным положительным фактором стал рост производства на Юганскнефтегазе на 1,5% кв./кв. за счет усиления буровой активности с применением гидроразрывов пласта, что и стало основным драйвером роста операционных

показателей компании в целом. Добыча на Самотлорнефтегазе снизилась на 0,3% кв./кв., на Оренбургнефти - на 1,6% кв./кв., на Ванкорнефти - на 0,5% кв./кв. Производство нефтепродуктов в РФ осталось на прежнем уровне - 19 млн тонн. В целом мы ожидаем восстановления производственных показателей компании в сегменте добычи за счет наращивания бурения на зрелых активах.

Рост цен разогнал рентабельность

Повышению рентабельности по EBITDA способствовал, в первую очередь, рост цен на нефть и запаздывающее восстановление экспортных пошлин. В результате маржинальность экспорта нефти и нефтепродуктов существенно увеличилась. Стоит также отметить сокращение операционных расходов со 137 млрд руб. в 1 кв. до 123 млрд руб. во 2 кв. Мы ожидаем, что в 3-4 кв. 2016 г. рентабельность по EBITDA несколько сократится, в том числе из-за роста экспортных пошлин.

Капвложения вновь отстают от плана

Во 2 кв. капитальные вложения увеличились лишь на 4% кв./кв. до 162 млрд руб. В целом по итогам 1П 2016 г. они составили 318 млрд руб., или только 35% от уровня годового плана. Мы считаем, что капвложения будут опять значительно ниже плановых показателей и составят около 750 млрд руб. (при плане в 900 млрд руб.).

Выпуски бондов Роснефти на кривой долларовых бумаг Газпрома. Мы считаем интересными выпуски GAZPRU 18,19, номинированные в швейцарских франках (они предполагают премию к долларовой кривой эмитента). Также рекомендуем покупать GAZPRU 20, номинированный в евро и выпуск NVTKRM 21, который отстал от рынка (доходности продолжают снижаться).

Андрей Полищук

andrey.polischuk@raiffeisen.ru

+7 495 221 9849

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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#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	Тинькофф 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
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
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.