



16 ноября 2016 г.

Валютный и денежный рынок

Ставки МБК нормализовались и будут оставаться вблизи ключевой

Вчера депозитный аукцион ЦБ завершился минимальным переспросом: банки предложили 326 млрд руб. при лимите в 310 млрд руб. Как мы отмечали, сейчас более существенные изъятия и не требуются, учитывая также и рост ставок МБК (с начала прошлой среды RUONIA уже достигла ключевой ставки, а в понедельник составила 10,2%). Такое повышение, с одной стороны, связано с сокращением структурного профицита ликвидности (в понедельник он сократился до 114 млрд руб. с 800 млрд руб. в прошлую среду), а с другой – со снижением притока ликвидности за счет автономных факторов (со среды по пятницу прошлой недели он составил в среднем 250 млрд руб., сменившись небольшим оттоком в понедельник). Регулятор отмечает, что в перспективе ставки будут формироваться вблизи ключевой, а дискомфорт на денежном рынке (как наблюдалось в октябре, когда RUONIA систематически превышала ключевую ставку в среднем на 34 б.п.) значительно сократится. По мнению ЦБ, помимо проблем с ликвидностью у ряда крупных банков, повышательное давление на ставки оказывали еще 2 фактора. Во-первых, стремление банков с опережением выполнить усреднение в октябре (после того, как в сентябре оно прошло с запозданием) вызвало сокращение предложения ликвидности на МБК, а во-вторых, после оттока в сентябре в связи с увеличением нормативов резервирования, спрос крупных банков возрос, что, в условиях уже существующих у них проблем, подтолкнуло ставки вверх. С учетом временного характера этих факторов, напряжение на рынке МБК должно снизиться, а RUONIA будет формироваться вблизи ключевой ставки.

Рынок ОФЗ

Аукционы: конъюнктура располагает к размещению всего предложения

Сегодня Минфин предлагает 8-летние плавающие ОФЗ 29006 и 2,5-летние ОФЗ 26216 с фиксированным купоном на 10,07 млрд руб. (соответствует остатку выпуска доступному к размещению) и 10 млрд руб., соответственно. Смещение в сторону консервативного предложения обусловлено ухудшением внешнего фона (по нашему мнению, не уровень доходностей длинных бумаг выглядит неприемлемым для заимствований, а неготовность давать большие конъюнктурные премии). Существенная коррекция на рынке UST (на 45 б.п. за неделю по 10-летним бондам) вызвала рост доходностей в GEM, в т.ч. и в локальных гособлигациях: за неделю доходности 10-летних бумаг РФ, ЮАР, Турции, Бразилии выросли на 25-70 б.п. Длинные ОФЗ 26207, 26212 в какие-то моменты даже превышали YTM 9%. Но вчера на фоне восстановления нефти (+2 долл./барр. Brent) и некоторой стабилизации базовых активов, произошел и рост цен в ОФЗ (доходности 26207, 26212 ушли <YTM 8,9%). В отличие от длинных классических ОФЗ недавняя коррекция почти никак не повлияла на котировки плавающих выпусков, даже относительно длинных 29006. С точки зрения ожидаемых доходностей, скорректированных на текущую волатильность цен, мы считаем эти выпуски самыми привлекательными для инвестирования (кроме того, сейчас они имеют и положительные спреды над RUONIA). В пользу спроса на ОФЗ 29006 выступает и комфортная ситуация на денежном рынке. Ожидаем размещение 29006 по 105,45-105,65% от номинала. Покупка ОФЗ 26216 интересна по цене не ниже 95,6% от номинала, иначе лучшей альтернативой являются 29011 (по 103,25% от номинала).

Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: высокая прибыльность, несмотря на кредитный спад. См. стр. 2

ЭР-Телеком: рост в долг

Вчера компания ЭР-Телеком (B+/B2/-) опубликовала результаты за 3 кв. 2016 г., продемонстрировав ускорение роста выручки и EBITDA по сравнению с 1П 2016 г., но также и рост долговой нагрузки, в первую очередь, за счет приобретения в августе группы Вест Колл за 3,9 млрд руб. Выручка за 3 кв. выросла на 31% г./г., а за 9М – на 25% г./г. в основном благодаря более чем двукратному росту сегмента B2B, а EBITDA – на 11% г./г. и 6% г./г., соответственно, рентабельность EBITDA снизилась на ~5 п.п. г./г. до 30% из-за сделок M&A и опережающего роста коммерческих и административных расходов на фоне увеличения доли рынка. Чистый долг повысился на 5,2 млрд руб. за квартал до 23,2 млрд руб., а Чистый долг/EBITDA – 3,0x (2,4x во 2 кв.). Менеджмент ожидает роста выручки на 27% г./г. и EBITDA на 5% г./г. в 2016 г. Если предположить отсутствие значимых сделок M&A до конца года, долговая нагрузка не должна значительно измениться, учитывая традиционно большие инвестиции в 4 кв. Руководство планирует продолжать реализовывать стратегию развития, в которую входит как органический рост, так и сделки M&A, поэтому нельзя исключать дальнейшего роста долга, но также стоит отметить, что интеграция активов, приобретенных в этом году, должна повысить их рентабельность, и общая рентабельность по EBITDA также должна улучшиться, частично компенсируя рост чистого долга. Выпуск ТелХолПБ-1 неликвиден, последние сделки проходили с YTM 11,46% @ июль 2019 г. (=ОФЗ + 250 б.п.), что, по нашему мнению, является интересным уровнем для покупки. Они являются неплохой альтернативой появившемуся сегодня в маркетинге выпуску 001P-05 АФК Системы (BB/-/BB-) с ориентиром YTP 10,17-10,37% к оферте через 3,25 года (=ОФЗ + 120-140 б.п.). Отметим, что еще неделю назад эмитенты такого уровня выходили на рынок со спредом 70-100 б.п. к ОФЗ.

Сбербанк: высокая прибыльность, несмотря на кредитный спад

Увеличение процентной маржи не транслировалось в прибыль

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 3 кв. 2016 г. оказались немного хуже 2 кв. 2016 г. (чистая прибыль снизилась на 5,7% кв./кв. до 137 млрд руб.). Из-за сокращения работающих активов (на 2,5% до 23,6 трлн руб.) чистый процентный доход вырос всего на 1%, в то время как чистая процентная маржа расширилась на 20 б.п. до 5,8%. Основной вклад в это улучшение внесли межбанковские операции (ставка RUONIA почти не отреагировала на снижение ключевой ставки), а также увеличение розничного кредитного портфеля. Негативное влияние на результат оказали снижение прибыли по портфелю ценных бумаг (с 9,6 млрд руб. до 4,8 млрд руб.), увеличение стоимости риска на 10 б.п. до 2,1% из-за отчислений в резервы по некредитным обязательствам (5 млрд руб. против восстановления на 7,6 млрд руб. во 2 кв.), а также сокращение прочего операционного дохода на 9,5 млрд руб.

Повышение операционной эффективности

Позитивным моментом стало некоторое снижение операционных расходов (на 3,4% кв./кв.) после их заметного роста в предшествующем квартале (+17,4% кв./кв.). В результате показатель С/1 (отношение операционных расходов к операционным доходам до создания резервов) снизился на 1,2 п.п. до 37,3%, что является одним из самых низких уровней среди универсальных банков РФ.

Комфортный запас прочности по капиталу

Полученная прибыль на фоне снижения показателя RWA (на 1,45% кв./кв.) транслировалась в повышение достаточности общего капитала и капитала 1-го уровня на 0,8 п.п. до 11,2% по Базель 1 (менеджмент планирует достичь значения 12,5%). На 2017 г. намечен переход на IRB-подход (Базель 2), что окажет давление на достаточность капитала (из-за повышения операционных рисков). На основе РСБУ в соответствии с Базель 3, показатель Н1.0 составил 12,68% на 1 октября 2016 г. (при допустимом минимуме 8%, без учета надбавок за системную значимость), что на 100 б.п. выше, чем было в начале года. В целом достигнутый возврат на капитал (ROE - 20,5%) позволяет банку естественным образом повышать достаточность капитала (прирост кредитования ожидается г./г. не более чем на 10%) и снижает риск для держателей субординированных облигаций банка.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Активы, в т.ч.	25 531,6	25 794,0	-1,0%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	19 096,6	19 220,5	-0,6%
розничные	5 034,2	4 969,6	+1,3%
корпоративные	14 062,4	14 250,9	-1,3%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,9%	4,9%	-
Депозиты клиентов	13 900,8	14 024,4	-0,9%
Текущие счета клиентов	4 709,1	4 762,9	-1,1%
Собственный капитал	2 733,0	2 604,3	+4,9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,9%	14,1%	+0,8 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	342,8	339,3	+1,0%
Чистый комиссионный доход	88,6	85,9	+3,1%
Операционные доходы	333,3	346,3	-3,7%
Чистая прибыль	137,0	145,4	-5,8%
Чистая процентная маржа	5,8%	5,6%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Рост кредитования
наблюдается только в
рознице**

Спад кредитования продолжился, однако меньшими темпами, чем во 2 кв. (-2,6%), кредитный портфель в 3 кв. сократился 0,6% (на 124 млрд руб.) до 19,1 трлн руб. Такая динамика стала не только следствием переоценки валютных кредитов, размер которых почти не изменился, из-за укрепления рубля, но и сокращением рублевого кредитования на 108,5 млрд руб. до 10,9 трлн руб. Менеджмент отмечает отсутствие спроса на кредиты со стороны качественных заемщиков.

В рознице жилищное кредитование физлиц (+2,3% кв./кв., +5,6% с начала года) остается единственным устойчиво растущим сегментом (в потребительском кредитовании наблюдался небольшой рост на 8,3 млрд руб. после спада во 2 кв.).

**Кредитный риск
стабилизируется**

В отличие от предшествующего квартала в 3 кв. показатель NPL 90+ снизился всего на 23 млрд руб. до 927,3 млрд руб. (4,9% портфеля) из-за произведенных списаний (30 млрд руб. в кредитовании юрлиц и 22,8 млрд руб. в потребительском кредитовании физлиц). Показатель NPL 1-90 дней не изменился ни в корпоративном, ни в розничном сегментах. В то же время объем кредитов, условия по которым были пересмотрены, заметно вырос (на 300 млрд руб.) до 4,12 трлн руб., из которых реструктурированные кредиты (образовавшиеся вследствие неспособности заемщика исполнять свои обязательства) составили 1,19 трлн руб. (это немного меньше, чем было в начале года). В сравнении с NPL 90+ объем резервов (1,3 трлн руб.) не выглядит избыточным.

В 3 кв. 2016 г. портфель ценных бумаг (из которых 17% - инвестиционный портфель, удерживаемый до погашения) уменьшился на 100 млрд руб. до 2,97 трлн руб. в основном за счет сокращения позиции в корпоративных облигациях (-84 млрд руб. до 1,17 трлн руб.), в то время как позиция в ОФЗ почти не изменилась. Отметим, что в 3 кв. чистое размещение ОФЗ составило всего 21,5 млрд руб.

**Структурный
профицит ликвидности
стал более явным**

Остатки на рублевых счетах клиентов почти не изменились (небольшое снижение на корпоративных счетах и прирост вкладов физлиц). Средняя стоимость обязательств снизилась на 10 б.п. до 4,6%. Задолженность Сбербанка перед ЦБ (без учета "суборда") составила всего 75 млрд руб., при этом в ЦБ РФ было размещено 961,5 млрд руб. (против 713,6 млрд руб. во 2 кв.), из которых 158 млрд руб. - обязательные резервы. Таким образом, у Сбербанка продолжается увеличение структурного профицита ликвидности. Учитывая дефицит качественных активов для инвестирования (в т.ч. из-за низкого спроса на кредиты), основными источниками прибыли являются депозиты в ЦБ и ОФЗ, в этой связи банки, находящиеся в состоянии структурного профицита, выигрывают от жесткой монетарной политики ЦБ.

Продолжился отток валютной ликвидности со счетов корпоративных клиентов (ушло 3,2 млрд долл.), что привело к увеличению ОВП на балансе (что транслируется в прибыль, учитывая недавнее ослабление рубля).

С момента нашей последней рекомендации от 26 августа 2016 г. спред SBERRU 23 - Russia 23 сузился на 25 б.п. до 175 б.п., что отражает улучшение кредитного качества Сбербанка. Спред SBERRU 24 - SBERRU 23 (исходя из YTM) расширился до локального максимума 80 б.п. из-за повышения волатильности и, как следствие, стоимости встроенного опциона колл. Мы ожидаем снижение волатильности и сужение этого спреда.

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 сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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.