



21 августа 2017 г.

Банковская система

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию. См. стр. 2

Согласно опубликованному ЦБ обзору банковского сектора, в июле банками была получена прибыль в размере 156,3 млрд руб. (против 117,3 млрд руб. в июне). Основным фактором повышения прибыльности стало высвобождение средств из резервов, однако это не отражает улучшение качества кредитов. Несмотря на большое высвобождение ликвидности из кредитного портфеля, объем избыточной валютной ликвидности (=депозиты и корсчета в банках-нерезидентах - остатки средств клиентов на расчетных счетах) существенно сократился вследствие продолжившегося притока средств на расчетные счета и сокращения высоколиквидных активов. Такой запас валютной ликвидности, скорее всего, будет полностью исчерпан в августе-сентябре. Кстати говоря, сокращение избытка валютной ликвидности уже отражается в ее стоимости. В рублевой части баланса в результате кредитно-депозитных операций образовался дефицит ликвидности, что является следствием бюджетного профицита в июле.

Рынок корпоративных облигаций

ФСК: снижение стоимости долга поддержало денежный поток. См. стр. 3

ТМК: американский бизнес не смог нивелировать слабые результаты российского дивизиона

ТМК (В+/В1/-) опубликовала слабые финансовые результаты за 2 кв. 2017 г. по МСФО из-за ухудшения показателей российского дивизиона (выручка: +11% кв./кв., EBITDA: -16% кв./кв., рентабельность: -5 п.п. до 13%), обусловленного изменением структуры продаж (сезонное сокращение реализации нефтепромысловых труб OCTG, снижение доли труб большого диаметра (ТБД) в общих продажах и увеличение продаж низкомаржинальных сварных промышленных труб), а также ростом затрат на покупку стали при более медленном повышении цен на трубную продукцию. При этом американский дивизион продолжает показывать впечатляющий рост (выручка: +36% кв./кв., EBITDA: +2,3 раза, рентабельность: +4 п.п. до 9%), которого, однако, оказалось недостаточно, чтобы компенсировать падение в российском сегменте. В итоге показатель EBITDA сократился на 6% кв./кв. до 134 млн долл., рентабельность - на 2,9 п.п. до 12,1% - самый низкий показатель с 2009 г. Операционный денежный поток значительно упал (-64% кв./кв. до 32 млн долл.) в результате увеличения более чем вдвое (до 73 млн долл.) инвестиций в оборотный капитал, что связано с экспортом в США (компания прогнозирует, что во 2П оборотный капитал останется на том же уровне, хотя, на наш взгляд, удержать его будет сложно в связи с текущим ростом заказов ТБД). Капвложения за 1П составили 124 млн долл. (рост вдвое г./г.) при операционном потоке в 121 млн долл. Инвестиции в 2017 г. запланированы в объеме 200 млн долл., что подразумевает их существенное снижение во 2П. По-прежнему основным негативным моментом остается высокая долговая нагрузка - по нашим оценкам, 5,05х Чистый долг/EBITDA LTM. Напомним, по итогам 2017 г. компания осторожно планировала ее снижение до 4,0х. При этом по итогам 2016 г. были утверждены дивиденды в размере 2 млрд руб., ~36 млн долл. (выплата после отчетной даты). Краткосрочный долг на конец 2 кв. составил 500 млн долл., накопленные денежные средства - 405 млн долл., при этом ТМК доступны кредитные линии на 630 млн долл. Компания ожидает улучшения результатов во 2П за счет сокращения спреда продукция-сырье, увеличения продаж ТБД и продолжения роста показателей американского дивизиона, подтверждая свой прогноз, что рентабельность в 2017 г. останется на уровне 2016 г. (16%). По нашим оценкам, это подразумевает рост рентабельности во 2П выше отметки 18%, что, на наш взгляд, маловероятно из-за роста цен на сталь. Мы ожидаем рентабельность по EBITDA в 2017 г. на уровне 14,5% -15%, т.е. снижение на 1-1,5 п.п. г./г. Как мы и ожидали, с последней нашей рекомендации спред между бумагами TRUBRU 20 и EVRAZ 20 расширился с 10 б.п. до 60 б.п., что мы считаем справедливым ввиду более высокого кредитного качества Евраз. Выпуск IMHRUS 22 торгуется с более широким спредом к кривой Евраз (135 б.п.), чем ТМК при более низкой долговой нагрузке Кокса (3,95х на начало года, при этом мы ждем снижения его долговой нагрузки по итогам 1П), поэтому мы считаем бумаги Кокса более привлекательными в рамках высокорисковой стратегии.

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию

Роспуск резервов обуславливает рост прибыли, хотя улучшения качества кредитов не наблюдается

Согласно опубликованному ЦБ обзору банковского сектора, в июле банками была получена прибыль в размере 156,3 млрд руб. (против 117,3 млрд руб. в июне). С начала года прибыль составила 927 млрд руб., что соответствует ROE 18,1% на основе балансового капитала, при этом доля Сбербанка в прибыли составила 40%. Основным фактором повышения прибыльности стало высвобождение средств из резервов (30 млрд руб.), в то время как в предшествующем месяце в резервы было направлено 24,3 млрд руб. Однако роспуск резервов не отражает улучшение качества кредитов: в июле просроченная задолженность выросла на 23 млрд руб. против ее сокращения на 10,3 млрд руб. в предшествующем месяце.

В валютной части баланса из корпоративного кредитования (кредитование нефинансовых организаций) было высвобождено 1,3 млрд долл., при этом кредиты, выданные финансовым организациям (не банкам-резидентам), были погашены на 4,5 млрд долл. Объем остатков на клиентских счетах (в основном юриц) вырос на 1 млрд долл. Таким образом, в результате кредитно-депозитных операций произошел приток валютной ликвидности в размере 6,8 млрд долл. С корсчетов и депозитов в иностранных банках было выведено 2,8 млрд долл., часть из которых (1,6 млрд долл.) пошла на покупку евробондов (они все еще имеют высокий процентный спред: суверенные выпуски предлагают доходность более 3,5% к погашению через 5 лет, при этом, по нашим оценкам, стоимость валютного фондирования у банков в среднем составляет 0,7% годовых). Как и в предшествующем месяце, банки погасили валютную задолженность перед ЦБ РФ на 0,9 млрд долл. (до 1,5 млрд долл., который приходится на Банк СКС, принадлежащий МКБ). Возможно, часть поступившей валютной ликвидности была сконвертирована в рубли (повышение средств в расчетах на 200 млрд руб. сильно затрудняет оценку) из-за возникшего дефицита рублевой ликвидности, по крайней мере, у одного участника.

Избыток валютной ликвидности исчерпывается, оказывая давление на ставки

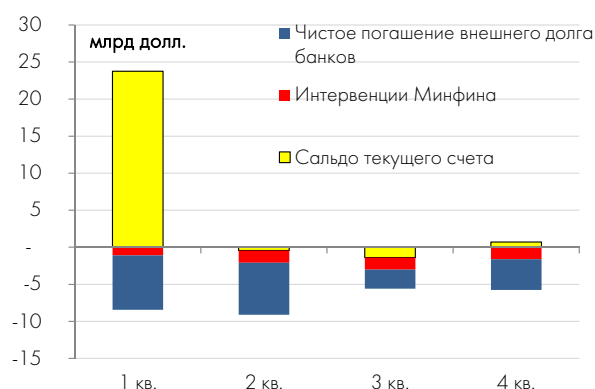
Несмотря на высвобождение значительного объема ликвидности из кредитного портфеля, избыток валютной ликвидности (=депозиты и корсчета в банках-нерезидентах - остатки средств клиентов на расчетных счетах) существенно сократился - на 4,5 млрд долл. до 1,8 млрд долл., вследствие продолжившегося притока средств на расчетные счета и сокращения высоколиквидных активов (депозиты и корсчета в банках-нерезидентах). Такой запас валютной ликвидности, скорее всего, будет полностью исчерпан в августе-сентябре, принимая во внимание отрицательное сальдо счета текущих операций и относительно большие чистые выплаты по внешнему долгу (в сентябре 2 млрд долл. по ТОП-30 компаниям, по оценкам ЦБ РФ). Кстати говоря, сокращение избытка валютной ликвидности уже отражается в ее стоимости: с начала августа спреды MosPrime - FX Swap расширились на 20-40 б.п. до 70-90 б.п. Мы ждем дальнейшее расширение спредов, в том числе IRS-CCS (которые пока никак не отреагировали на сокращение валютной ликвидности), на 50 б.п. ближе к концу года вследствие прохождения пика выплат по внешнему долгу в декабре (17,6 млрд долл.).

Небольшой запас валютной ликвидности...



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

.. в условиях ухудшения платежного баланса



Профицит бюджета сказался на рублевой ликвидности

В рублевой части баланса сохранилась кредитная активность (прирост кредитного портфеля составил 245 млрд руб., инвестиции в рублевые долговые ценные бумаги - 124 млрд руб.), при этом с рублевых счетов клиентов произошел отток средств в размере 186 млрд руб. (что, по-видимому, является следствием бюджетного профицита в июле). Объем средств, на который банки нарастили долг перед ЦБ РФ и Минфином (561 млрд руб.), оказался больше образовавшегося дефицита в целом по системе. Дополнительным фактором спроса на ликвидность стало перераспределение средств корпоративных клиентов внутри системы (из банка ФК Открытие в пользу крупных госбанков), которое обусловило большие, чем обычно остатки на корсчетах в ЦБ РФ (для усреднения ФОР).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

ФСК: снижение стоимости долга поддержало денежный поток

Средняя ставка по долгу - 6,59%

ФСК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала отчетность за 1П 2017 г. по МСФО. Основным важным моментом, на наш взгляд, стало существенное снижение стоимости долга (до 6,59%) за счет привязки ~50% долга ФСК к инфляции. Соответствующее снижение процентных выплат, по нашим подсчетам, обеспечило порядка трети свободного денежного потока компании во 2 кв. 2017 г.

Снижение выручки не является негативным фактором, но во 2 кв. рост EBITDA замедлился...

Выручка ФСК снизилась на 11% г./г. во 2 кв. 2017 г. Основной причиной стало завершение генподрядных контрактов, а также снижение объемов продажи электроэнергии на фоне прекращения энергосбытовой деятельности одной из дочерних компаний. При этом как генподрядная, так и энергосбытовая деятельность характеризуются крайне низкой маржинальностью в сравнении с основным бизнесом ФСК - передачей электроэнергии. Как следствие, несмотря на снижение выручки, во 2 кв. 2017 г. EBITDA ФСК выросла на 2,5% г./г. В 1 кв. 2017 г. ФСК демонстрировала существенно более впечатляющую динамику по EBITDA (+21% г./г.). При этом тарифы были неизменны как в 1П 2016 г., так и в 1П 2017 г.

...что вместе с иными факторами привело к снижению свободного денежного потока г./г.

Инвестиции ФСК выросли на 38% г./г., а операционный денежный поток снизился г./г., так как эффект от роста EBITDA был более чем "покрыт" увеличением оборотного капитала. В результате свободный денежный поток (после получения/уплаты процентов) снизился во 2 кв. 2017 г. более чем вдвое г./г., позитивный тренд 1 кв. 2017 г. был переломлен, и по итогам полугодия ФСК продемонстрировала снижение свободного денежного потока на 22%. Одновременно компания увеличит дивидендные выплаты: объявленные дивиденды ФСК за 2016 г. и за 1 кв. 2017 г. (будут выплачены в августе и отражены в отчете за 3 кв. 2017 г.) увеличились г./г. на 15%, или на 2,6 млрд руб.

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2017	2 кв. 2016	изм.
Выручка	51,8	58,1	-11%
Скорректи. EBITDA	33,1	32,3	+2%
Рентабельность по EBITDA	63,9%	55,6%	+8,3 п.п.
Чистая прибыль	19,5	17,3	+13%
Операционный денежный поток	23,5	28,2	-17%
Капвложения	-14,8	-10,7	+38%
Свободный денежный поток (после выплаты/получения процентов)	6,0	12,8	-53%
В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2017	31 марта 2017	изм.
Совокупный долг, в т.ч.*	256,0	265,2	-3%
Краткосрочный долг	18,9	28,3	-33%
Долгосрочный долг	237,1	236,9	0%
Чистый долг	210,5	216,9	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,7x	1,8x	-

* С учетом гарантий

21 августа 2017 г.

** EBITDA за последние 12 мес.

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Облигации ФСК имеют низкую ликвидность, котируясь со спредом 70 б.п. к кривой ОФЗ (рублевый евробонд FEESRM 19 с YTM 8,7%). Лучшей альтернативой являются ОФЗ 29006 (они предлагают высокую текущую доходность).

Федор Корначев

fedor.kornachev@raiffeisen.ru

+7 495 221 9851

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Статистика ФТС: "низкий" старт экспорта во 2 кв. 2017 г.

Потребление на пороге роста

Восстановление экономики требует роста импорта

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

Рынок облигаций

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Валютный рынок

Рублевая цена на нефть вновь на локальном минимуме

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Инфляция

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий ЦБ добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ удивил ускорением снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет недополучит дивиденды от основных госкомпаний

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

Банковский сектор

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов



#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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	TMK
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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.