



25 мая 2017 г.

Экономика

Инфляция к концу мая может упасть ниже 4,0% г./г.

Согласно оценке Росстата, инфляция за период с 16 по 22 мая составила 0,0% (исходя из среднесуточной динамики, по нашим оценкам, она составила 0,04%). Таким образом, в последние недели произошло замедление темпов роста цен после определенного ускорения, наблюдавшегося во второй половине апреля. Главным фактором стала благоприятная динамика цен на плодоовощную, а также мясную продукцию (рост цен на них и вызвал всплеск в апреле). Исходя из недельных данных, инфляция за май должна составить, по нашим оценкам, 0,2-0,3% м./м. Однако, так как в недельные показатели не включено большое количество непродовольственных товаров, рост цен на которые в последнее время резко замедлился в связи с укреплением рубля, то инфляция может быть еще ниже. В связи с этим с большой вероятностью г./г. по итогам мая она упадет ниже 4,0% г./г., до 3,8-3,9% г./г. В связи с такой благоприятной динамикой, а также на фоне восстановления курса рубля до уровня 56 руб./долл. повышается вероятность снижения ключевой ставки на заседании 16 июня на 50 б.п.

Рынок ОФЗ

Аукционы вновь обнаружили низкий интерес

Вчерашние аукционы Минфина вновь продемонстрировали слабый интерес к ОФЗ: удалось реализовать 29 млрд руб. из предложенных 45 млрд руб. В отличие от предыдущего аукциона Минфин решил не предоставлять существенные ценовые дисконты (они составили лишь 0,2 п.п. по ценам отсечения). По-видимому, получение дополнительных доходов бюджета (на 1,1 трлн руб. выше плана, исходя из поправок в бюджет 2017 г.), а также предстоящее размещение евробондов (по данным СМИ, в ближайшие недели) позволяют ведомству чувствовать себя комфортно, несмотря на падение интереса к ОФЗ, и не предлагать ценовые дисконты (хотя поправки не предполагают урезание плана заимствований). Низкий спрос на плавающие ОФЗ 24019 в условиях наличия у банков избыточных ~200 млрд руб. (неудовлетворенный объем на последнем депозитном аукционе) является следствием дороговизны этих бумаг (дисконт к RUONIA - 74 б.п.), и банки предпочитают размещать ликвидность или на МБК (РЕПО под залог ОФЗ), или на депозите ЦБ (или на корсчете ЦБ для усреднения). Низкий спрос к длинным фиксированным ОФЗ 26219 отражает снижение аппетита нерезидентов (как мы отмечали, российские бумаги уже не столь привлекательны при такой низкой премии к долгам Индии и Мексики), что негативно в отношении валютного рынка. В случае сохранения этой тенденции во 2-3 кв. сужение сальдо текущего счета не будет компенсировано увеличением притока иностранного капитала в ОФЗ. Отметим, что если покупателями евробондов выступают резиденты или нерезиденты российского происхождения, эффект на валютный рынок от размещения Минфином евробондов будет таким же, как от покупки валюты ЦБ на открытом рынке. А если евробонды купят нерезиденты, то эффект будет аналогичным тратам Резервного фонда. Полученная Минфином валюта уйдет в международные резервы, и на такую же сумму будет эмиссия рублей (посредством конвертации валюты напрямую с ЦБ, как это было ранее). Все эти факторы выступают в пользу ослабления рубля.

Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: операционные показатели не удержались на максимуме. См. стр. 2

Газпром нефть: готовится выйти в плюс по свободному денежному потоку. См. стр. 4

ХКФ Банк: сужение процентной маржи не сказалось на прибыли

ХКФ Банк (-/-/В+) представил результаты по МСФО за 1 кв. 2017 г., которые не сильно изменились кв./кв. (чистая прибыль 3,3 млрд руб., ROAE 22,7% к регулятивному собственному капиталу). Падение процентного дохода на 11% кв./кв., повлекшее за собой и снижение чистого процентного дохода на 14% до 7,05 млрд руб. (-1,2 млрд руб.) было компенсировано более низкими отчислениями в резервы (-0,8 млрд руб.) и урезанием административных расходов (-0,5 млрд руб.). По нашему мнению, сужение чистой процентной маржи с 14,1% в 4 кв. до 13,4% обусловлено ужесточением регулирования (с 1 марта ЦБ заметно повысил RW по розничным кредитам с ПСК выше 25%), а также выдачей кредитов более качественным заемщикам под более низкую ставку. Остаточные повышенные списания (4,23 млрд руб., 2,3% портфеля) привели к снижению NPL 90+ лишь на 1,8 млрд руб. до 9,4 млрд руб. (5% портфеля), т.е. признаков существенного улучшения качества нет, наблюдается стабилизация. Покрытие резервами NPL 90+ комфортно (141%). Спад кредитной активности (по всем сегментам, валовая выдача составила 51 млрд руб. против 54 млрд руб. в 4 кв.) и полученная прибыль способствовали увеличению достаточности капитала 1-го уровня (на 1,8 п.п. до 9,8% при мин. 4,5%), по методологии ЦБ по стандартам Базель 3. По отчетности банка, средняя эффективная ставка составила 25,2% год. в 2016 г., т.е. из-за ужесточения регулирования рост RWA в течение следующих 12М (в течение которых 65% портфеля обернется) не превысит 20%, что покрывается текущей прибылью и высоким запасом капитала (может абсорбировать единовременное (в течение квартала) появление новых проблемных кредитов в размере 11,8% портфеля). Доходности выпусков HCFB 20, 21 (YTM 3% и YTM 5,7%) уже отражают кредитное качество эмитента. На рынке евробондов нам нравятся бумаги Russia 28, которые имеют высокую текущую доходность (7,2%), а котировки поддерживаются вероятностью их скорого обмена.

Сбербанк: операционные показатели не удержались на максимуме

Сезонное
сокращение
операционных
издержек
компенсировало
сужение NIM и
повышение CoR

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 1 кв. 2017 г. оказались заметно лучше 4 кв. 2016 г. (чистая прибыль возросла на 17,5% кв./кв. до 167 млрд руб.), что стало следствием исключительно сезонного спада (на 55 млрд руб.) операционных расходов (в частности, после выплаты годового бонуса в 4 кв., также снизились расходы на содержание и ремонт основных средств, штат сотрудников был сокращен на 5 тыс. чел.). В то же время операционный доход сократился на 18,7 млрд руб., что произошло из-за сужения чистой процентной маржи (на 30 б.п. до 5,8%) и повышения стоимости риска (на 20 б.п. до 1,5%) как в корпоративном, так и в розничном сегментах. Отметим, что негативная динамика процентной маржи была обусловлена реакцией доходности активов (-40 б.п. до 9,7%) на смягчение монетарной политики ЦБ, в то время как стоимость обязательств почти не изменилась (-10 б.п. до 4,4%). Учитывая, что Сбербанк уже находится в состоянии структурного профицита рублевой ликвидности (чистый объем средств, размещенных в ЦБ, составил 481 млрд руб.), можно и в дальнейшем ожидать снижения доходности активов темпами, опережающими удешевление обязательств (= сужение чистой процентной маржи).

Украинский риск
реализовался в
просрочке

Негативным моментом стал резкий рост просроченной задолженности по депозитам, размещенным в банках-нерезидентах, с 0,4 млрд руб. до 20,5 млрд руб., по данным ежеквартального отчета, что стало следствием санкций Украины против "дочек" российских банков с государственным капиталом, работающих на территории Украины, запретив им выводить капитал за пределы страны. Насколько мы понимаем, под эту просроченную задолженность еще не созданы резервы (вернуть эти средства станет возможно после планируемой продажи украинского дочернего банка).

Достаточность
капитала все выше

Полученная прибыль на фоне снижения показателя RWA (на 1,5% кв./кв.) транслировалась в значительное повышение достаточности капитала 1-го уровня на 0,9 п.п. до 13,2% по Базель 1. На 2017 г. намечен переход на IIRB-подход (Базель 2), что окажет давление на достаточность капитала (из-за повышения операционных рисков). На основе РСБУ в соответствии с Базель 3, показатель H1.0 составил 14,87% на 1 мая 2017 г. (при допустимом минимуме 8%, без учета надбавок за системную значимость). В целом достигнутый возврат на капитал (ROE - 23,1% по итогам 1 кв. 2017 г.) 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. Однако менеджмент не считает, что у банка есть избыток капитала, принимая во внимание переход на Базель 2 (учет операционного риска в расчете RWA) и IFRS 9. Кроме того, по итогам 2016 г. было рекомендовано направить на выплату дивидендов 135,5 млрд руб. (25% от чистой прибыли).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Активы, в т.ч.	24 655,4	25 368,5	-3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	18 168,0	18 664,7	-3%
розничные	5 045,6	5 031,7	0%
корпоративные	13 122,4	13 633,0	-4%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,7%	4,4%	+0,3 п.п.
Депозиты клиентов	13 220,2	14 151,7	-7%
Текущие счета клиентов	4 822,8	4 533,1	+6%
Собственный капитал	2 958,9	2 821,6	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,6%	15,7%	+0,9 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	336,6	355,2	-5%
Чистый комиссионный доход	80,4	97,4	-17%
Операционные доходы	355,2	381,8	-7%
Чистая прибыль	166,6	141,8	+17%

Чистая процентная маржа	5,8%	6,1%	-0,3 п.п.
-------------------------	------	------	-----------

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Спад кредитной активности

Кредитный портфель сократился еще на 2,7% кв./кв. за счет как укрепления рубля, так и высвобождения средств из кредитования. Наибольший спад наблюдался именно в валютном кредитовании (на 1,5 млрд долл., или 2,4% и 0,8 млрд евро, или 4,2% по кредитам, номинированных в долларах и евро, соответственно), объем рублевого кредитования уменьшился на 0,5% (58 млрд руб.). В отличие от корпоративного сегмента в рознице наблюдался прирост, при этом не только в ипотеке (+1% кв./кв.), но и в кредитных картах (+1,4% кв./кв.). Такая динамика согласуется с планами нарастить портфель всего на 5-7% по итогам 2017 г.

Без признаков улучшения качества кредитов

Показатель NPL 90+ вырос на 23 млрд руб. до 851 млрд руб. (4,7% портфеля), что обусловлено, скорее всего, более низким кв./кв. объемом списаний (26 млрд руб. против 47 млрд руб.). Признаком ухудшения качества портфеля является рост реструктурированных кредитов (на 21,3 млрд руб.) одновременно с увеличением показателя NPL 90+ по ним (на 19,7 млрд руб.). Таким признаком является и рост кредитов на ранней стадии просрочки NPL 1-90 (+5,6% до 364,5 млрд руб.). Отметим, что, по данным СМФИ, в портфеле Сбербанка есть долг на 1,1 млрд евро хорватского производителя продуктов питания Agrokor, который в настоящий момент испытывает финансовые трудности (находятся в процессе реструктуризации своего долга). В сравнении с NPL 90+ объем резервов (1,33 трлн руб., 7,3% портфеля) не выглядит избыточным, учитывая, что NPL 90+ в сумме с реструктурированными кредитами (без NPL 90+) занимает 9,7% портфеля.

В 1 кв. 2017 г. Сбербанк нарастил вложения в ОФЗ на 62 млрд руб., при этом весь портфель ценных бумаг увеличился всего на 20 млрд руб. Таким образом, со 2П 2016 г. он перестал выступать ключевым покупателем ОФЗ, чистое размещение которых в 1 кв. 2017 г. составило 367 млрд руб.

Отток средств с корпоративных счетов

С рублевых счетов юрлиц произошел отток в размере 131 млрд руб., который превзошел приток на счета физлиц (+74 млрд руб.). Аналогичная ситуация наблюдалась по валютным счетам (долл. и евро): по корпорациям ушло 2,2 млрд долл., по физлицам пришло 0,8 млрд долл. В целом у Сбербанка сохранился структурный профицит рублевой ликвидности, однако ее размер кв./кв. уменьшился: часть избыточной рублевой ликвидности была направлена в доллары (денежные средства и депозиты в иностранных банках), что привело к увеличению ОВП на балансе (+9,8 млрд долл.).

Рекомендуем к покупке SBERRU 24 и SBERRU 22

Кредитные спреды выпусков Сбербанка к суверенной кривой продолжают сужение: так, спред SBERRU 23 - Russia 23 сузился до 125 б.п. Ждем сокращения этого спреда до 100 б.п. Широкий спред SBERRU 24 - SBERRU 23 (исходя из YTM) на уровне 122 б.п. отражает растущую уверенность инвесторов в том, что call-опцион в 2019 г. будет исполнен (из-за отсутствия потребности в капитале и повышения долларовой ставки). Выпуск SBERRU 24 предлагает YTC 3,8% @ 2019 г., что предполагает премию более 127 б.п. к старшему выпуску SBERRU 19. Рекомендуем покупать SBERRU 24.

Мы отмечаем слишком узкие спреды ALFARU 21 к выпускам SBERRU 21 и SBERRU 22 в размере всего 0 и 29 б.п., мы ожидаем их расширения до своих средних значений 30 б.п. и 50 б.п., соответственно. Рекомендуем покупать SBERRU 22 (@6,125%, YTM 3,9%). По нашему мнению, Сбербанк не имеет потребности в валютной ликвидности, в том числе, из-за низкого спроса на валютные кредиты со стороны заемщиков.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Газпром нефть: готовится выйти в плюс по свободному денежному потоку

Капвложения упали на 22% г./г. ...

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала финансовые результаты по итогам 1 кв. 2017 г., которые мы оцениваем нейтрально. Выручка сократилась на 3% кв./кв., EBITDA - на 11% кв./кв., свободный денежный поток приблизился к нулевой отметке, но все еще находится в отрицательной зоне (-510 млн руб.). Стоит отметить неожиданно резкое сокращение капитальных вложений на 22% г./г. На фоне укрепления рубля сократился общий долг на 3%, в результате долговая нагрузка снизилась до 1,59х с 1,74х Чистый долг/EBITDA. Остаток денежных средств на балансе составил 42 млрд руб., что покрывает около 40% краткосрочной задолженности. Соответственно, мы полагаем, что компании необходимо будет рефинансировать часть задолженности. Напомним, в апреле Газпром нефть разместила пятилетние рублевые облигации на 15 млрд руб. со ставкой купона 8,7% годовых.

... также сокращен и план по инвестициям на 2017 г.

На телеконференции менеджмент компании заявил, что капитальные инвестиции могут быть ниже первоначально озвученного плана в 380 млрд руб. Сокращение может составить 30-40 млрд руб. Но это не отразится на производственных планах, так как компания будет использовать часть выданных в 2016 г. авансов. Более того, менеджмент подтвердил прогноз по росту добычи на 3% г./г. до 89,2 млн тонн н.э. даже в случае продления соглашения по сокращению добычи между Россией и другими странами-производителями.

Свободный денежный поток выйдет в плюс в этом году

В результате за счет снижения капвложений и увеличения чистого операционного денежного потока (в том числе благодаря оптимизации оборотного капитала) Газпром нефть намерена выйти в плюс по свободному денежному потоку уже по итогам 2017 г. Тогда как ранее ожидалось, что в 2017 г. этот показатель будет все еще отрицательным.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	458 606	474 438	-3%	458 606	366 002	+25%
EBITDA	93 037	104 768	-11%	93 037	77 677	+20%
Рентабельность по EBITDA	20,3%	22,1%	-1,8 п.п.	20,3%	21,2%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	64 734	57 451	+13%	64 734	41 592	+56%
Чистая рентабельность	14,1%	12,1%	+2,0 п.п.	14,1%	11,4%	+2,8 п.п.
Операционный денежный поток	65 155	85 683	-24%	65 155	83 496	-22%
Капвложения	-65 665	-118 813	-45%	-65 665	-83 900	-22%
Свободный денежный поток	-510	-33 130	-98%	-510	-404	+26%
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017			31 дек. 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	652 952			676 408		-3%
Краткосрочный долг	99 637			80 187		+24%
Долгосрочный долг	553 315			596 221		-7%
Чистый долг	611 042			641 901		-5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,6х			1,7х		-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Производственные результаты ожидаемо сократились

Производственные результаты были несколько хуже, чем в предыдущем квартале. Так, компания сократила суточную добычу углеводородов на 1,1% кв./кв. до 1,81 млн барр. н.э. из-за решения России присоединиться к соглашению ОПЕК по ограничению добычи. Производство нефтепродуктов упало на 18% кв./кв. до 8,38 млн тонн вследствие плановых ремонтов на Московском и Ярославском НПЗ. В целом в 2017 г. мы полагаем, стоит ждать сокращения объемов переработки из-за оптимизации выпуска на фоне налогового маневра.

Внешние факторы сократили рентабельность по EBITDA

Рентабельность по EBITDA сократилась до 20,3% с 22,1% кварталом ранее, что, в первую очередь, было связано с сокращением рентабельности экспорта нефти и снижением маржи переработки. Дополнительно стоит отметить увеличение на 19% кв./кв. расходов на закупку углеводородов. При этом рентабельность по показателю EBITDA на барр. н.э. снизилась на 8%

25 мая 2017 г.

кв./кв. до 825 руб./барр. н.э. Для сравнения - аналогичный показатель Роснефти сократился на 10% кв./кв. до 590 руб./барр. н.э.

Спреды долларовых выпусков SIBNEF 22 (YTM 4%) и SIBNEF 23 (YTM 4,4%) к суверенной кривой сузились до 100 б.п., но остаются самыми доходными (в терминах YTM) среди нефтегазовых выпусков 1-го эшелона. Учитывая отсутствие первичного предложения (из-за финансовых санкций), мы не ожидаем расширения спредов. Интересными для покупки считаем GAZPRU 34, которые имеют текущую доходность 6,4% годовых (самая высокая среди нефтегазовых бумаг). Сейчас спреды к ОФЗ по большинству рублевых облигаций Газпром нефти не превышают 60 б.п. (как следствие, более интересны ОФЗ).

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

Потребительский спрос: кратковременные улучшения?

Промышленность вернулась к росту

Прогноз МЭР: рост экономики без деталей реформ

Рынок облигаций

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Структура покупателей ОФЗ: "необычные" нерезиденты сформировали основной спрос в 1 кв. 2017 г.

В 1 кв. появился крупный локальный участник на рынке ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Нетипичные условия 1 кв. обусловили положительную обратную связь интервенций Минфина

Платежный баланс: сезонность пока позволяет рублю игнорировать и нефть, и покупки Минфина

Минфин в феврале купил больше валюты, чем требовалось

Инфляция

Инфляция продолжает ускоряться

Монетарная политика ЦБ

ЦБ дал сигнал о снижении ставки на ближайшем заседании

Обзор инфляционных ожиданий не добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

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

"Фискальная девальвация": вопрос времени

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Банковский сектор

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов

Февральский запас валютной ликвидности может растаять к лету



#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	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	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	ТКС 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.