



14 ноября 2017 г.

ЭКОНОМИКА

Рост экономики в 3 кв. 2017 г. разошелся с оценками МЭР

Росстат оценил рост экономики на уровне 1,8% г./г. в 3 кв. 2017 г. Это оказалось заметно хуже ранее озвученных оценок МЭР (2,2% г./г.). Пока детали роста компонент ВВП не опубликованы, однако мы полагаем, что основным фактором замедления послужило сокращение роста инвестиций (в основном государственных). Так, если в 1П рост госкапвложений (по данным консолидированного бюджета РФ) составил 8,2% г./г. в номинальном выражении, то за июль-август он сократился до 2,6% г./г. (для сравнения, за 2016 г. инвестиции бюджета сократились на 5,6% г./г. в номинальном выражении). В целом годовой прогноз МЭР (2,1%) выглядит теперь довольно оптимистично: их оценки за 3 кв. (2,2%) предполагают, по нашим расчетам, рост ВВП в 2,9% г./г. в 4 кв. Наши ожидания остаются на уровне 1,9-2,1% г./г. в 4 кв. (в основном из-за ускорения потребления домохозяйств на фоне роста социальных расходов и повышения зарплат бюджетников). Впрочем, даже с учетом этого рост экономики по году в целом окажется более скромным - на уровне 1,8% г./г.

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ВТБ: всплеск стоимости риска и инвестиции в Открытие Холдинг уполовинили прибыль (корректировка)

Вчера с нами связался менеджмент Группы ВТБ и указал на некоторые неточности в нашем комментарии к отчетности за 9М 2017 г., на основе которых мы скорректировали наш текст. Мы оцениваем отчетность группы ВТБ (ВВ+/Ва2/-) по МСФО за 3 кв. 2017 г. умеренно негативно: чистая прибыль (17,4 млрд руб., ROE - 4,8%) заметно сократилась в сравнении с 1 кв. (27,6 млрд руб.) и 2 кв. (30,3 млрд руб.), что в основном стало следствием резкого повышения отчислений в резервы под обесценение кредитов (на финансирование текущей деятельности и проектное финансирование) на 13,6 млрд руб. до 42,4 млрд руб. Также был получен убыток по портфелю ц/б (-3,8 млрд руб. против +3,6 млрд руб. во 2 кв.), что не соответствует общей динамике рынка, произошло обесценение земли, зданий и нематериальных активов на 10,5 млрд руб. (3,6 млрд руб. во 2 кв.) и инвестиционной собственности (на 9,3 млрд руб.). Отметим, что в 3 кв. были полностью списаны вложения в акции Открытие Холдинг (7 млрд руб., по-видимому, часть общих вложений (9,99%) была списана ранее), произведена переоценка ВТБ-Арена (5 млрд руб.). Как и во 2 кв., была показана отрицательная переоценка инвестиционной собственности на 9,3 млрд руб. В процентном и комиссионном доходе заметных изменений не было (чистая процентная маржа - 4,1%). Улучшения качества кредитов не произошло: NPL 90+ вырос на 13 млрд руб. до 614 млрд руб. (6,4% портфеля) при списаниях 40,4 млрд руб., т.е. продолжают появляться плохие кредиты в объеме больше списанных (ухудшение качества портфеля). ROAE (4,8%) остается одним из самых низких среди крупных универсальных банков (например, у Сбербанка - 24,7% за 2 кв. 2017 г.). В соответствии с Базель 1 по МСФО достаточность капитала 1-го уровня опустилась на 20 б.п. до 12,9% из-за снижения прибыльности и увеличения RWA по кредитам (+2,4%, при том, что их объем вырос всего на 1,2%). По РСБУ Н1.0 Банк ВТБ ПАО на 1 октября составил 11,165% (при мин. 9,6%), т.е. банк имеет запас капитала в размере 151 млрд руб. (при чистом кредитном портфеле банка в 5,6 трлн руб. по РСБУ). Отметим, что несмотря на приток средств корпоративных клиентов (в августе-сентябре +150 млрд руб.), на 1 октября чистый долг перед ЦБ и Минфином составил 907 млрд руб. (ВТБ + ВТБ 24 + БМ-Банк + Почта Банк), что на 296 млрд руб. выше, чем во 2 кв. Из этих средств 889 млрд руб. приходится на Минфин (при этом эти средства являются более дорогим инструментом фондирования в сравнении с депозитами корпоративных клиентов в среднем по системе). По-видимому, за счет них банк замещает задолженность перед банками (в 3 кв. она сократилась на 341 млрд руб., в частности, перед госбанками погашено 194 млрд руб.). Также банк испытал отток валютной ликвидности со счетов клиентов на 1,7 млрд долл. (по валютной ликвидности банк сохраняет профицит, но он может уйти в конце года по кредиту CEFС). Основной точкой роста прибыльности является развитие Почта-банка (в 3 кв. штат Группы вырос на ~2 тыс.). Бессрочный VTB (@9,5%) выглядел лучше рынка, подорожав на 3 п.п. до 114,6% от номинала, текущая доходность - 8,3%. Лучшая альтернатива, на наш взгляд, старшие бонды GAZPRU 34 (@8,625%) с текущей доходностью 6,4% (т.к. разница в доходности, по нашему мнению, не компенсирует риск невыплаты купона по VTB Perp.).

РУСАЛ: конъюнктура способствует снижению долговой нагрузки. См. стр. 2

РУСАЛ: конъюнктура способствует снижению долговой нагрузки

Улучшение результатов в 3 кв. за счет роста цен, снижения SG&A и прочих издержек

РУСАЛ (-/Ba3/BB-) продемонстрировал в 3 кв. 2017 г. улучшение финансовых результатов по МСФО. Выручка осталась на уровне предыдущего кв. из-за снижения объемов продаж алюминия (-3,4% кв./кв., временное увеличение объемов продукции в транзите) при росте средней цены реализации (+2,1% кв./кв.).

Денежные издержки на производство алюминия в 3 кв. увеличились на 1,5% кв./кв. в результате повышения цен на сырье (в частности, пек и кокс) и сезонного роста стоимости э/энергии (+5,3% кв./кв.), тем не менее, снижение SG&A и прочих издержек (во 2 кв. был существенный рост, в том числе в связи с выплатой по иску шведского поставщика э/энергии) привели к росту EBITDA на 7,6% кв./кв. и рентабельности - на 1,6 п.п. до 22,3%.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2017	2 кв. 2017	кв./кв.	9М 2017	9М 2016	г./г.
Выручка	2 460	2 467	0%	7 224	5 956	+21%
Валовая прибыль	690	677	+2%	1 976	1 401	+41%
Валовая рентабельность	28,0%	27,4%	+0,6 п.п.	27,4%	23,5%	+3,9 п.п.
ЕБИТДА	549	510	+8%	1 534	1 077	+42%
Рентабельность по ЕБИТДА	22,3%	20,7%	+1,6 п.п.	21,2%	18,1%	+3,1 п.п.
Чистая прибыль	312	283	+10%	782	534	+46%
Операционный поток	612	354	+73%	1 181	966	+22%
Инвестиционный поток, в т.ч.	104	-184	-	112	-49	-
Капвложения	-222	-189	+17%	-535	-398	+34%
Финансовый поток	-212	49	-	-718	-892	-20%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2017	30 июня 2017	кв./кв.
Совокупный долг, в т.ч.	8 715	8 954	-3%
Краткосрочный долг	642	971	-34%
Долгосрочный долг	8 073	7 983	+1%
Чистый долг	7 592	8 335	-9%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM* (для PXF)**	1,4x	1,7x	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM (с учетом дивидендов от НорНикеля)***	2,7x	3,1x	-

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

** Показатель рассчитывается как отношение Чистого долга за минусом долга, обеспеченного акциями НорНикеля, к ЕБИТДА LTM

*** Ковенантный показатель рассчитывается с учетом полученных за отчетный период дивидендов от НорНикеля

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Увеличение операционного денежного потока на 73% кв./кв. до 612 млн долл. было также обеспечено высвобождением средств (73 млн долл.) из оборотного капитала против инвестиций в него (-138 млн долл.) во 2 кв. За 9М было выполнено около 76% от годового плана капвложений (увеличен до 700 млн долл. с 650 млн долл.) и получено 642 млн долл. дивидендов от НорНикеля.

Ковенантный Чистый долг/ЕБИТДА по евробондам (рассчитывается с учетом в ЕБИТДА полученных дивидендов от НорНикеля) в 3 кв. снизился до 2,7x с 3,1x. Напомним также, что во 2 кв. изменился подход к расчету долговой нагрузки по новому PXF и другим кредитным линиям, которая рассчитывается как отношение чистого долга минус долг, обеспеченный акциями НорНикеля, к ЕБИТДА (не включая дивиденды от НорНикеля), этот коэффициент на конец 3 кв. 2017 г. составил 1,4x (1,7x на конец 2 кв.).

Накопленные денежные средства за 3 кв. почти удвоились до 1,1 млрд долл., при этом до конца 2018 г. компании необходимо погасить всего ~600 млн долл. После отчетной даты, в 4 кв. компания направила на дивиденды ~300 млн долл., а также планирует досрочно погасить долг на 250-350 млн долл. Дивидендная политика компании теперь предполагает ежеквартальную (фактически со 2 кв. 2018 г.) выплату дивидендов, при этом годовой размер выплат не должен превышать 15% ковенантной ЕБИТДА (включающей дивиденды от НорНикеля). Среди

Выплата дивидендов отвлекает средства от сокращения долга

14 ноября 2017 г.

среднесрочных задач компании - снижение долга до 7 млрд долл. на конец 2020 г. (сейчас 8,7 млрд долл.), и, на наш взгляд, выплата дивидендов отвлекает средства, которые могли бы пойти на сокращение долга.

Выпуски RUALRU 22, 23 (YTM 4,7% и 4,8%, соответственно) являются одними из самых доходных среди бумаг металлургов.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. — результат временных факторов

Рынок облигаций

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

Иностранный спрос давит на кривую ОФЗ

Сильное замедление инфляции вызвало ралли в ОФЗ

Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция — не повод для агрессивного снижения ставки

Денежный рынок

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субордов на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субордов Банка ФК Открытие, но держатели старых субордов имеют шанс на bail-out



#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

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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 00

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716

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.