



17 марта 2017 г.

Мировые рынки

Нейтральная реакция на позитивную макростатистику США

Макроданные, вышедшие по США, вновь оказались позитивными: согласно отчету JOLTS, на рынке труда в январе продолжился прирост вакантных позиций (+1,6%), при этом число заполненных мест растет (+2,6%) опережающими темпами, что является сигналом предстоящего повышения зарплат (проявление этого фактора может привести к дальнейшему росту инфляции). Реакция американского рынка оказалась нейтральной: индексы акций просели на 0,16%, доходность 10-летних UST осталась около YTM 2,53%. Принимая во внимание текущую траекторию повышения долларовой ставки (согласно консенсус-прогнозу FOMC, +50 б.п. в этом году и еще 75-100 б.п. в следующем) и инфляционные риски (в феврале инфляция составила 2,7% г./г. против целевого уровня 2%), доходность 10-летних UST вполне может подняться в район 3% уже в этом году. Однако большую неопределенность представляет бюджетная политика Д. Трампа (участники рынка акций учитывают в ценах обещанные налоговые послабления) и исход выборов в ЕС (прежде всего, во Франции, где вероятная победа М. Ле Пен может привести к Frexit).

Газпром решил пожертвовать объемом

В результате сбора книги заявок, объем которой превысил 2 млрд долл., Газпром (BB+/Ba1/BBB-) разместил 10-летние бонды лишь на сумму 750 млн долл., при этом ставка купона была установлена на уровне 4,95% годовых (G-спред = 242 б.п.). Для сравнения, близкие дюрации GAZPRU 28 котируются с YTM 5,07% (G-спред = 251 б.п.), то есть размещение новых бумаг прошло с некоторым дисконтом ко вторичному рынку. По-видимому, для Газпрома оказалось важнее зафиксировать более низкую ставку купона в условиях отсутствия ажиотажного спроса. Отметим, что в апреле на первичный рынок евробондов планировал выходить Минфин (кривая сейчас находится на 80-100 б.п. ниже кривой доходностей Газпрома). Лучше рынка могут выглядеть бумаги, по которым может быть объявлен обмен, в частности, Russia 28.

Рынок корпоративных облигаций

МКБ: дефицит валютной ликвидности сказался на марже. См. стр. 2

Металлоинвест: на волне роста цен. См. стр. 3

МегаФон: непростой выбор между дивидендами и долгом

МегаФон (BB+/Ba1/-) вчера опубликовал результаты за 2016 г., которые оказались лучше ожиданий рынка в части рентабельности. Выручка в 4 кв. 2016 г. снизилась на 0,8% г./г. из-за высокой конкуренции, оказывающей давление на ARPU, но, тем не менее, по итогам года рост выручки составил 1%. Рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2016 г. сократилась на 0,3 п.п. в основном из-за повышения доли низкомаржинального сегмента розничных продаж телефонов и аксессуаров. Тем не менее, по итогам года OIBDA оказалась выше собственного прогноза – 121 млрд руб. против 118 млрд руб. Долговая нагрузка не изменилась по сравнению с 3 кв. 2016 г. (1,6x Чистый долг/OIBDA). В 2017 г. менеджмент консервативно прогнозирует снижение OIBDA до уровня 112-118 млрд руб., но этот прогноз не учитывает ожидаемые позитивные изменения на рынке. В частности, с конца декабря МегаФон приступил к отмене безлимитных тарифов и повышению цен на отдельных пакетных тарифах, что должно в итоге привести к стабилизации ARPU. Также положительное влияние на рентабельность должен оказать раздел Евросети между МегаФоном и ВымпелКомом, который, по словам гендиректора МегаФона С. Солдатенкова, планируется в течение месяца. Тем не менее, с учетом прогноза OIBDA и капвложений (55-60 млрд руб.) и дивидендов на уровне последних двух лет в размере 50 млрд руб., долговая нагрузка может вырасти до 1,8-2,0x Чистый долг/OIBDA. Более того, в 1 кв. 2017 г. МегаФон оплатил основную часть приобретенной доли в Mail.Ru Group – 640 млн долл., что еще больше повысит долговую нагрузку (что, однако, будет частично компенсировано чистой денежной позицией Mail.Ru Group и ростом OIBDA в результате ее консолидации). В ходе телеконференции финансовый директор МегаФона Г. Вермишян сказал, что текущий уровень долговой нагрузки, по его ощущениям, соответствует верхней границе комфортного уровня, и что компания будет искать оптимальный баланс между дивидендами, долговой нагрузкой и операционной эффективностью. Таким образом, вероятно, можно ожидать некоторого компромисса в виде снижения дивидендов и незначительного повышения долговой нагрузки. Выпуски Мегафон-6,7 котируются с YTP 9,7% @ март 2018 г. (=ОФЗ + 75 б.п.), лучшей им альтернативой являются ОФЗ 29011 и 29006.

МКБ: дефицит валютной ликвидности сказался на марже

Нетипичный всплеск процентных расходов

В 4 кв. 2016 г. МКБ (BB-/B1/BB) получил чистую прибыль немного ниже 3 кв. (2,5 млрд руб. против 3,3 млрд руб.), заработав по итогам года почти 11 млрд руб., что соответствует ROE 11,1% (соответствует среднему показателю по системе). Негативное влияние на результат оказал существенный всплеск процентных расходов (+18,6% кв./кв., или на 3,2 млрд руб.) при более-менее стабильном процентном доходе, что было частично компенсировано снижением отчислений в резервы (на 2,1 млрд руб.) и ростом прибыли от операций с валютой (+1 млрд руб., банк имел чистую длинную позицию по рублям).

Ключевые финансовые показатели МКБ

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.	31 дек. 2015	изм.	
Активы	1 568	1 312	+19%	1 208	+30%	
Кредиты клиентам до вычета резервов	667	653	+2%	630	+6%	
NPL/Кредитный портфель	2,3%	4,8%	-2,5 п.п.	5,1%	-2,8 п.п.	
Депозиты клиентов	689	857	-20%	899	-23%	
Собственный капитал	103	101	+2%	92	+12%	
Коэффициент достаточности капитала (BIS Total CAR)	14,7%	17,4%	-2,7 п.п.	16,5%	-1,8 п.п.	
ROE	11,1%	11,5%	-0,4 п.п.	2,1%	+9,0 п.п.	
в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.	2016	2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	8,9	10,9	-18%	40,3	29,3	+38%
Чистая прибыль	2,5	3,3	-24%	10,9	1,5	+7,2x
Чистая процентная маржа				3,3%	3,9%	-0,6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Реструктуризация плохих кредитов сократила NPL 90+

В 4 кв. банку удалось реструктурировать ряд кредитов (выданных инфраструктурной компании, авиаперевозчику, горнодобывающей компании), что позволило снизить показатель NPL 90+ в два раза до 15 млрд руб. Судя по динамике NPL 1-90, ухудшения качества кредитов не происходит.

Рост кредитования связанных сторон

За квартал кредитный портфель вырос на 14 млрд руб., при этом кредитование связанных сторон увеличилось с 7 млрд руб. до 18,3 млрд руб.: был выдан кредит акционеру Р. Авдееву (консорциуму Россиум) на покупку ОПИН у группы ОНЭКСИМ. Отметим, что за 1П 2016 г. убыток ОПИН составил 300 млн руб. (против убытка 12,2 млрд руб. по итогам 2015 г.).

Полученная прибыль не смогла компенсировать рост RWA (+17%) в отношении влияния на достаточность капитала, которая снизилась на 1,8 п.п. до 14,7%. По РСБУ на 1 февраля показатель Н1.2 составлял 7,51% (при минимуме 6%), что соответствует запасу капитала 28,6 млрд руб. (всего 4,6% кредитного портфеля).

Банк испытал существенный отток валютных средств со стороны крупного клиента...

В 4 кв. банк испытал значительный отток средств со счетов корпоративных клиентов, составивший 189 млрд руб. в рублевом эквиваленте (по нашим оценкам, с валютных счетов ушло около 3 млрд долл.), при этом в целом по системе отток средств составил 3,8 млрд долл. (что могло быть связано, в том числе, с прохождением пика выплат внешнего долга в декабре). Стоит отметить, что, судя по раскрытиям в отчетности по МСФО, отток произошел со счетов одного крупного клиента (на конец года у банка остался один крупный клиент, чьи депозиты (243 млрд руб.) превышают 10% общей суммы клиентских счетов, тогда как на конец прошлого года таких клиентов было два с общей суммой депозитов 493 млрд руб.).

... что сопровождалось увеличением валютного кредитования финансовых компаний

Несмотря на то, что в начале 4 кв. размещенные средства на МБК и финансовых компаниях (под залог долговых ценных бумаг) составляли 534 млрд руб., для компенсации такого оттока ликвидности банку пришлось привлечь дорогое фондирование от ЦБ (долг перед регулятором составил 3 млрд долл. и 63 млрд руб.), что и стало причиной всплеска процентных расходов. По каким-то причинам (возможно, из-за длительного срока до погашения) валютные средства, размещенные у контрагентов банка, оказалось невозможно своевременно изъять, чтобы

покрыть клиентский отток. Более того, МКБ даже нарастил кредитование финансовых компаний в 4 кв. на 242 млрд руб. (скорее всего, номинированы в валюте). Напомним, что в конце прошлого года на локальном рынке возник дефицит валютной ликвидности (которому могло поспособствовать структурирование сделки по приватизации Роснефти). В этой связи возникают сомнения относительно ликвидности чистых валютных размещений (за вычетом обязательств) на депозитах в других банках и финансовых компаниях, которые в конце 2016 г. составили ~7 млрд долл. и могут являться некоторой формой кредитования. На 1 февраля 2017 г. МКБ имел дефицит как рублевой, так и валютной ликвидности (чистая положительная задолженность перед ЦБ РФ).

Лучшей альтернативой рублевым облигациям МКБ являются ОФЗ 29011 (принесут близкий доход при нулевом кредитном риске). Учитывая потребность в капитале (13 млрд руб.), "новый" суборд CRVKMO 18 (купон 8,7% год., YTM 4,8%) является дорогим, котируясь с премией менее 200 б.п. к старшим бумагам эмитента.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Металлоинвест: на волне роста цен

Сильные результаты за 2П 2016 г.

Металлоинвест (BB/Va2/BB) опубликовал сильные финансовые результаты за 2П 2016 г. на фоне значительного роста цен на железную руду (+24% п./п., кроме того, мы полагаем, что поддержку оказал лаг в признании экспортной выручки 1П (рост цен происходил во 2 кв. и не нашел отражения в результатах 1П), а также лаг в пересмотре контрактных цен) при небольшом увеличении объемов отгрузки. При этом отметим, что резкий рост цен, который произошел ближе к концу года, еще не полностью отражен в показателях.

Долговая нагрузка вернулась к комфортному уровню

Выручка выросла на 21% п./п., EBITDA - на 36% п./п., рентабельность по EBITDA - на 3,5 п.п. до 31,1%. А в результате погашения долга и выбытия из расчета низкого показателя EBITDA за 2П 2015 г. долговая нагрузка снизилась до комфортных 2,5х Чистый долг/EBITDA (с 3,3х на середину 2016 г.). Краткосрочный долг составляет всего 58 млн долл., накопленные денежные средства - 989 млн долл., которых достаточно для погашения долга до конца 2018 г. Кроме того, компании доступны невыбранные кредитные линии в объеме 300 млн долл.

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

В млн долл., если не указано иное	2П 2016	1П 2016	изм.	2016	2015	изм.
Выручка	2 330	1 931	+21%	4 261	4 393	-3%
EBITDA	725	533	+36%	1 258	1 432	-12%
Рентабельность по EBITDA	31,1%	27,6%	+3,5 п.п.	29,5%	32,6%	-3,1 п.п.
Чистая прибыль	725	428	+69%	1 153	218	+5,3x
Операционный поток	421	401	+5%	822	952	-14%
Инвестиционный поток, в т.ч.	2 032	-62	-	1 970	-987	-
Капвложения	-135	-155	-13%	-290	-417	-30%
Финансовый поток	-3 001	803	-	-2 198	-24	+91,6x
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2016	30 июня 2016	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	4 150	5 357	-22%			
Краткосрочный долг	58	855	-93%			
Долгосрочный долг	4 092	4 502	-9%			
Чистый долг	3 161	3 581	-12%			
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,5x	3,3x	-			

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика цен стала основным драйвером роста финансовых показателей

Объемы отгрузки железорудной продукции во 2П повысились лишь на 1% п./п. за счет роста продаж окатышей на 13% п./п. при сокращении отгрузок ГБЖ/ПВЖ на 8% п./п. из-за плановых капитальных ремонтов на установках металлзации в 3 кв. Отгрузки чугуна остались на уровне 1П, а стали - выросли на 5% п./п. При этом на мировых рынках цены на железную руду выросли на 24% п./п., на г/к прокат - 16% п./п., на чугун - на 16% п./п. (в США). В итоге выручка горнорудного сегмента повышалась опережающими темпами - на 25% п./п. до 1,24 млрд долл., металлургического сегмента - на 22,5% до 1,17 млрд долл. Отметим, что цены продолжили резкий рост и в 1 кв. 2017 г. (+33% на жрс, +18% на г/к прокат, +42% на чугун), что позволяет надеяться на дальнейшее улучшение результатов компании.

Показатель EBITDA, несмотря на укрепление рубля на 9% п./п., а также снижение отгрузок высокомаржинальных ГБЖ/ПВЖ, вырос на существенные 36% п./п. до 725 млн долл.: в горнорудном сегменте - на 35% п./п. до 574 млн долл., в металлургическом - на 66% п./п. до 188 млн долл., рентабельность по EBITDA повысилась на 3 п.п. до 46% и на 4 п.п. до 16%, соответственно.

Продажа части пакета в НорНикеле поддержала сокращение долга

Операционный денежный поток во 2П повысился незначительно (+5% п./п.) до 421 млн долл., так как в оборотный капитал было инвестировано 50 млн долл. против высвобождения 44 млн долл. полугодием ранее, но его было достаточно для финансирования капвложений (135 млн долл.). В 2016 г. капзатраты составили всего 290 млн долл., в 2017 г. вернутся к нормальному для компании уровню 500 млн долл. Во 2П 2016 г. Металлоинвест продал часть пакета Норильского Никеля (доля снизилась с 3,2% до 1,8%) за 342 млн долл., по причине существенного роста цены пакета (+35% г./г.), что оказало поддержку свободному денежному потоку и сокращению Чистого долга компании.

Существенный рост денежных средств от инвестиционной деятельности и использованных в финансовой деятельности связан с выплатой дивидендов на 3,4 млрд долл., которые были возвращены в виде погашения займов собственникам перед компанией (на 1,66 млрд долл. в инвестиционной деятельности) и покупки собственниками казначейского пакета на 1,7 млрд долл. (нейтральный нетто-эффект), и были связаны с реорганизацией акционерной структуры (теперь ООО "ЮЭСЭМ Металлоинвест" - российская компания владеет 100% акций Металлоинвеста, в то время как ранее ей напрямую принадлежало лишь 54,25%, а остальное - через 2 кипрские компании, ЛГОК И ОЭМК).

Евробонд METINR 20 (YTM 3,82%) торгуется с премией 20 б.п. к PGILLN 20, что мы считаем справедливым, учитывая кредитные метрики эмитентов. Лучшей альтернативой является выпуск VIP 20 (@ 6,25%), предлагающий YTM 4,41%.

Ирина Ализаровская
irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

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

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

Банковский сектор

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



#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	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
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.