



7 июня 2016 г.

Мировые рынки

Повышение ставки ФРС, скорее, позже, чем раньше

В своем выступлении на конференции в Филадельфии Дж. Йеллен оценила недавно вышедшие payrolls как разочаровывающие, дав понять, что в июне ставка, скорее всего, останется без изменения. При этом глава ФРС не исключила возможность для повышения ставки позже в этом году в случае, если майские payrolls окажутся всего лишь выбросом (а не будут свидетельствовать о проявлении новых рисков). Также в качестве риска указана неопределенность, связанная с возможным Brexit (референдум состоится 23 июня). Согласно фьючерсам вероятность повышения ставки в июне оценивается всего в 2%, в июле - 19,6%, вероятность того, что ставка будет повышена в этом году, составляет 61% (большинство ~70% ожидает лишь одно повышение на 25 б.п.).

Экономика

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Тинькофф Банк: повысил кредитную активность и выплатил дивиденды, несмотря на кредитные риски

Тинькофф Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 1 кв. 2016 г., согласно которой банку удалось удвоить чистую прибыль с 0,9 млрд руб. до 1,9 млрд руб. (это соответствует возврату на капитал 32%), что стало следствием снижения отчислений в резервы на 630 млн руб. (до 2,67 млрд руб.) и увеличения чистого процентного дохода на 400 млн руб. (до 8,3 млрд руб.). Сужение чистой процентной маржи (на 2,3 п.п. до 28,4%) было компенсировано снижением стоимости риска (на 2,8 п.п. до 10,4%), при этом сезонного всплеска просрочки в 1 кв. не произошло. Банк улучшил прогнозы по стоимости риска с 15% до 10-12% и планирует получить чистую прибыль в размере 7-8 млрд руб. по итогам 2016 г. (то есть прибыль стабилизируется на уровне 1 кв.). Качество кредитов продемонстрировало лишь небольшое улучшение: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) снизился на 0,6 млрд руб. до 11,84 млрд руб. (~11,3% портфеля), при этом списано было 3,6 млрд руб. (это чуть меньше чем в 4 кв.). По нашим оценкам, в 1 кв. банк заметно нарастил выдачу кредитов: валовый прирост (без учета погашений) портфеля составил 35,4 млрд руб., что больше чем в 4 кв. 2015 г. (27 млрд руб.). По-видимому, выдача новых кредитов осуществляется по повышенной процентной ставке, на что указывает снижение достаточности на 0,5 п.п. (до 17,72% и до 12,12% по Базель 3 на основе МСФО и РСБУ, соответственно), однако запас капитала остается высоким. Вчера банк выплатил промежуточные дивиденды в объеме 31 млн долл. (~2 млрд руб.), соответствующем всей прибыли за 1 кв. В рамках высокорисковой стратегии лучшей альтернативой бондам АКВНС 18 (109% от номинала, YTM 9,3%) являются более короткие выпуски RUSB 16 (старый суборд по цене 90%) и RUSB 17 (старший выпуск по цене 90%). Для более консервативных инвесторов мы рекомендуем STPETE 17 (YTM 9%).

БРС: сокращение убытка, но поводов для оптимизма пока нет

Результаты деятельности БРС (ССС+/Саа2/-) по МСФО за 1 кв. 2016 г. свидетельствуют о заметном улучшении ситуации г./г., несмотря на то, что банк остается убыточным: чистый убыток составил 2,3 млрд руб. против 13,6 млрд руб. в 1 кв. 2015 г. Сократить убыток г./г. позволили снижение стоимости фондирования (на 4,1 млрд руб., погашение дорогого субординированного долга и ценных бумаг), более низкие отчисления в резервы (на 10,6 млрд руб. до 6 млрд руб.) и урезание административных расходов (на 1,7 млрд руб. до 4,5 млрд руб.) за счет закрытия офисов и увольнения персонала. Кредитный портфель в 1 кв. уменьшился на 17,95 млрд руб. до 140,8 млрд руб., при этом списано было 12,7 млрд руб. (по-прежнему высокий показатель). Основная часть активов на балансе формируется из ценных бумаг (216 млрд руб. из активов 403 млрд руб.), которые представлены в основном евробондами российских эмитентов (160 млрд руб., из них 117 млрд руб. с инвестиционными рейтингами), удерживаемых до погашения, при этом почти весь портфель находится в РЕПО. В случае банкротства/ликвидации БРС, даже если весь кредитный портфель окажется обесцененным (невозвратным), оставшиеся активы позволят получить возмещение ~250 млрд руб. по требованиям кредиторов (как старших, так и субординированных) 388 млрд руб. Учитывая такой высокий уровень возмещения (64%), банкротство выглядит маловероятным. Более вероятной выглядит еще одна реструктуризация некоторых обязательств для пополнения капитала: показатель Н1.0 снизился на 2,5 п.п. до 11%, при допустимом минимуме 8%, что предполагает запас капитала всего лишь 3,9 млрд руб. над минимальным уровнем (это соответствует полугодовому убытку). В этой связи мы рекомендуем покупать RUSB 16 (старый суборд) только в рамках высокорисковой стратегии.

ЛУКОЙЛ: падение цен на нефть росту рентабельности не помеха. См. стр. 2

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

По данным Росстата, инфляция за май составила 0,4% м./м. и 7,3% г./г., что соответствует нашим оценкам, основанным на недельных данных. Месячные темпы инфляции оказались чрезвычайно низкими для данного времени года; они были такими только в мае 2015 г. (0,35%), когда курс рубля начал корректироваться после зимней девальвации. В мае 2016 г. одним из главных антиинфляционных факторов также была динамика курса рубля, который в марте-мае откатился от январских уровней 75-80 до 64-67 руб./долл.

Так, компоненты непродовольственной инфляции, где велика доля импорта (одежда, моющие средства, электроника), показали либо замедление роста цен, либо их снижение в абсолютном выражении. В результате темпы непродовольственной инфляции м./м. (0,4%) вернулись к докризисным уровням. Темпы продовольственной инфляции также были чрезвычайно низкими для мая (0,4% м./м.), что в большой степени объясняется динамикой цен на плодоовощную продукцию (0,6% м./м. против 2,4%-6,5% в 2012-2014 гг.), которая, как и в апреле, была чрезвычайно благоприятной. В других компонентах продовольственной инфляции только в крупах наблюдается серьезное ускорение роста цен.

Если экстраполировать показатели общей инфляции в мае (с исключением сезонности) на целый год, то получится цифра около 5,0%. Однако мы прогнозируем, что антиинфляционный эффект от недавнего укрепления рубля будет исчерпан в ближайшие 1-2 месяца. Что касается плодоовощной продукции, то ее цены очень волатильны, и в ближайшие месяцы может произойти разворот тренда. Поэтому мы считаем, что в настоящий момент инфляция м./м. (с исключением сезонности) находится в локальном минимуме, и в скором времени произойдет ее умеренное ускорение. В связи с этим, хотя мы и понижаем свой прогноз по инфляции на конец 2016 г. с 8,5% г./г. до 7,3% г./г., мы все-таки остаемся более пессимистичными, чем ЦБ (6,5%). При этом текущие позитивные тенденции в инфляции, на наш взгляд, все-таки позволяют ЦБ уже в июне приступить к снижению ключевой ставки (на 50 б.п.).

Антон Плетенев

anton.pletenev@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900

ЛУКОЙЛ: падение цен на нефть росту рентабельности не помеха

Рентабельность по EBITDA выросла с 13,6% до 16,3%

Вчера ЛУКОЙЛ (BVB-/Ba1/BVB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2016 г. по МСФО, которые мы оцениваем как сильные с точки зрения кредитного профиля компании. Несмотря на падение цен на нефть, ЛУКОЙЛу удалось увеличить показатель EBITDA на 3% кв./кв., а рентабельность по этому показателю выросла с 13,6% в 4 кв. до 16,3% в 1 кв. Свободный денежный поток остался в положительной зоне за счет сокращения капитальных вложений (-20% кв./кв.). Однако в целом чистый долг изменился незначительно (-2%), и долговая нагрузка осталась на уровне прошлого квартала 0,74x Чистый долг/EBITDA LTM. Стоит отметить, что на счетах компании находится более 314 млрд руб., которые покрывают половину планируемых капитальных вложений на 2016 г. (611 млрд руб.).

На телеконференции менеджмент компании подтвердил, что планирует сохранить капитальные вложения на уровне 2015 г. в рублевом выражении (611 млрд руб. в 2015 г.). При этом менеджмент ожидает небольшое сокращение добычи в России, что должно быть компенсировано в 2017 г. запуском Филановского и Пякяхинского месторождений.

В целом ЛУКОЙЛ вполне может самостоятельно профинансировать капвложения (611 млрд руб.), дивидендные выплаты (165 млрд руб.) и погашение краткосрочной задолженности (96,4 млрд руб.) за счет операционного денежного потока (700-800 млрд руб.) и накопленных средств (314 млрд руб.). Но мы полагаем, что ЛУКОЙЛ будет использовать рынки капитала для рефинансирования части краткосрочной задолженности. Накопленные средства также могут быть использованы для покупки пакета Башнефти в период приватизации.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2016	4 кв. 2015	изм.	1 кв. 2016	1 кв. 2015	изм.	
Выручка	1 177 674	1 367 726	-14%	1 177 674	1 440 305	-18%	
ЕБИТДА	191 992	186 287	+3%	191 992	210 708	-9%	
Рентабельность по ЕБИТДА	16,3%	13,6%	+2,7 п.п.	16,3%	14,6%	+1,7 п.п.	
Чистая прибыль	42 825	-65 037	-	42 825	104 031	-59%	
Чистая рентабельность	3,6%	-4,8%	-	3,6%	7,2%	-3,6 п.п.	
Операционный поток	164 396	231 305	-29%	164 396	137 195	=20%	
Капитальные вложения	-127 981	-159 911	-20%	-127 981	-162 190	-21%	
Свободный денежный поток	36 415	71 394	-49%	36 415	-24 995	-	
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2016			31 дек. 2015			
Совокупный долг, в т.ч.	903 477			859 713			+5%
Краткосрочный долг	96 420			60 506			+59%
Долгосрочный долг	807 057			799 207			+1%
Чистый долг	588 983			602 450			-2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,74x			0,74x			-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение добычи на зрелых месторождениях - основной риск компании

В 1 кв. 2016 г. суточная добыча углеводородов упала на 2% кв./кв. до 2,32 млн барр. н.э./сутки из-за сокращения добычи газа и снижения компенсационной нефти с проекта Западная Курна-2 в Ираке. Падение добычи нефти в России составило 0,8% кв./кв. до 231 тыс. барр./сутки. Добыча в Западной Сибири снизилась на 2,1% кв./кв., что вызывает некоторые опасения относительно будущих показателей компании. Однако ЛУКОЙЛ намерен компенсировать падение в 2017 г. благодаря запуску месторождений им. Филановского и Пяяхинского.

Рентабельность растет на сокращении расходов

Рентабельность по ЕБИТДА выросла значительно, в первую очередь, за счет сокращения расходов на закупку углеводородов (-21% кв./кв.). Стоит отметить, что незначительно (-2,3% кв./кв.) снизилась сумма операционных и административных расходов. Но мы полагаем, что рентабельность по ЕБИТДА вновь сократится во 2-4 кв. 2016 г. В целом, ЛУКОЙЛ демонстрирует одни из самых лучших результатов. Так, рентабельность в отношении ЕБИТДА/барр. консолидированной добычи в 1 кв. 2016 г. составила 931 руб./барр., что значительно превосходит результаты Башнефти (730 руб./барр.) и Газпром нефти (741 руб./барр.).

Свободный денежный поток в положительной зоне, несмотря на тяжелый 1 кв.

Несмотря на рост ЕБИТДА, операционный денежный поток упал на 29% кв./кв. до 164,4 млрд руб. на фоне значительного роста оборотного капитала. С учетом падения капвложений на 20% кв./кв. свободный денежный поток сократился на 49% кв./кв. до 36,4 млрд руб. По нашему мнению, стоит ожидать восстановления свободного денежного потока компании во 2-4 кв. 2016 г.

Наша идея от 5 апреля 2016 г. покупать номинированные в евро выпуски Газпрома (GAZPRU 18, 20) реализовалась: выпуски подорожали на 1,5 п.п. и 2,5 п.п., соответственно. В нефтегазовом секторе интерес представляет выпуск GAZPRU 19, номинированный в швейцарских франках, он предполагает премию к долларовой кривой эмитента. Также из среднесрочных бумаг для инвесторов, не чувствительных к санкциям, интересен выпуск TMENRU 20 (YTM 4,05%).

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

В апреле сальдо текущего счета не компенсировало отток капитала

Начало весны экономика встретила ростом

В 1 кв. 2016 г. промпроизводство выросло даже без учета високосного дня

Импорт подает признаки роста

Рынок облигаций

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Возобновление трат Резервного фонда — фактор инверсии кривой ОФЗ

Рынок ОФЗ живет в своей бюджетной «реальности»

Банковский сектор

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Избыточная рублевая ликвидность начала уходить в валюту

Повышение отчислений в ФОР по валютным депозитам: нейтральный эффект

Инфляция

Инфляция г./г. начала ускоряться, однако пока в пределах статистической погрешности

Инфляция г./г. в апреле все же не выросла, помогло укрепление рубля

Монетарная политика ЦБ

ЦБ снова проявил осторожность, но к снижению ставки готов

ЦБ не снизит ключевую ставку, однако риторика смягчится

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой



#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

Х5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС 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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+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 Колупоева		(+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 9847

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.