



8 сентября 2017 г.

Рынок ОФЗ

ЦБ рассматривает снижение ставки на 50 б.п.

Вчера глава ЦБ Э. Набиуллина указала на то, что на предстоящем заседании совет директоров будет выбирать между снижением ставки на 25 и 50 б.п. Учитывая паузу в июле, мы полагаем, что регулятор в этот раз, скорее всего, выберет менее консервативный вариант в 50 б.п. Во-первых, глава ЦБ отметила, что значительные масштабы дефляции в августе оказались сюрпризом для регулятора, а обычно, когда прогноз ЦБ оказывается хуже факта, регулятор снижает ставку более активно. Во-вторых, в июле-августе и базовая инфляция (показатель не учитывает временные и разовые факторы) и инфляционные ожидания, продолжили улучшаться, что свидетельствует о фундаментальности этих изменений. Впрочем, осторожная риторика регулятора не исключает менее активное снижение ставки (т.е. на 25 б.п.). С одной стороны, Э. Набиуллина отметила, что текущая динамика инфляции (т.е. заметно ниже цели ЦБ) в целом находится в рамках таргета, и существенных отклонений от него регулятор не видит. С другой, она отметила, что "незаякоренность" инфляционных ожиданий, которая продолжает наблюдаться, является более негативным фактором, чем нахождение инфляции ниже таргета. Тем не менее, мы полагаем, что аргументы за более активное снижение ставки должны перевесить. Также стоит отметить, что опережающее снижение инфляции не повлияло на оценку равновесного уровня ключевой ставки, которая была озвучена в диапазоне 6,5-7%. В настоящий момент длинные ОФЗ (в частности, 26207, 26219) котируются с УТМ 7,5-7,55%, то есть потенциальное снижение ставки до 6,75% (среднее значение диапазона) уже полностью учтено в ценах (спред 75 б.п. не представляется широким). Из длинных бумаг потенциал для ценового роста (на 1-1,5 п.п.) присутствует лишь в 26221 (УТМ 7,79%). Более низкие доходности могут сложиться лишь под влиянием спроса со стороны нерезидентов, которые покупают ОФЗ без хеджирования валютного риска, ориентируясь главным образом на реальные доходности.

Рынок корпоративных облигаций

ЛенСпецСМУ: кризис открывает новые возможности для сильных игроков

На фоне некоторого затишья на первичном рынке корпоративных облигаций (которое может быть обусловлено ожиданиями эмитентов более низких доходностей) в маркетинге недавно появился 5-летний выпуск 001P-02 номиналом 5 млрд руб. от хорошо известного эмитента АО "Эталон ЛенСпецСМУ" (S&P: B+, RAEX: ruA+) с ориентиром по ставке купона 9,4-9,65% годовых, который соответствует УТМ 9,74-10,01% (в даты последних 9 купонов предусмотрена амортизация) и спреде 218-245 б.п. к кривой ОФЗ. Для сравнения, находящиеся в обращении выпуски ЛСП (S&P: B1, Fitch: B, RAEX: ruA) котируются с УТМ 9,14% @ сен. 2021 г. и УТМ 9,25% @ апр. 2022 г., что соответствует спреде 160-170 б.п. к ОФЗ. В этой связи можно предположить, что размещение нового выпуска пройдет ниже озвученных границ. Принимая во внимание специфику бухгалтерского учета деятельности девелоперских компаний (продажи площадей отражаются в выручке лишь в момент сдачи дома в эксплуатацию, до этого продажи на стадии строительства отражаются как авансы в обязательствах), мы произвели соответствующие корректировки, прибавив изменение авансов за период к выручке. В результате, по нашим оценкам, выручка за 1П 2017 г. составила 20,2 млрд руб., что на 15% больше г./г. Такая динамика отражает главным образом увеличение объемов строительства и продаж, в то время как средняя цена реализации кв. м снизилась (на 6,9% г./г. до 91,9 тыс. руб., на основании данных по всей группе Эталон). Заметную поддержку оказывает ипотечное кредитование (в результате снижения ставок по нему): так, во 2 кв. с использованием ипотеки заключалось 33% всех сделок по покупке площадей у ЛенСпецСМУ, что является рекордно высоким показателем за всю историю работы компании (для сравнения, во 2 кв. 2016 г. он составлял 21%). Исходя из среднегодового значения маржи по EBITDA в 20% (2015-2016 гг., получена из бухгалтерской выручки и операционной прибыли) и скорректированной нами выручки, мы оцениваем фактический показатель LTM EBITDA в 8,9 млрд руб. (4 млрд руб. было получено в 1П 2017 г.), что соответствует долговой нагрузке эмитента 1x Чистый долг/LTM EBITDA. Такой относительно низкий уровень долга, несмотря на активное приобретение компанией новых проектов под строительство, удастся поддерживать, в том числе, за счет высокого уровня продаж на стадии строительства: на конец 1П 2017 г. авансы от покупателей покрывали 54% всего объема недвижимости, находящейся в стадии строительства (покупаются объекты даже на ранней стадии строительства). Здесь немаловажную роль играет доверие к компании, которая уже длительное время присутствует на рынке (30 лет), своевременно исполняет свои обязательства перед покупателями и не создает под каждый объект новое юрлицо, что является распространенной практикой для столичного региона. Также произошло заметное снижение готовой недвижимости на балансе до 14,8 млрд руб. с 20,7 млрд руб. в 1П 2016 г., что свидетельствует о некотором восстановлении спроса, хотя это и не сопровождается восстановлением цен на недвижимость, а, скорее, обусловлено снижением ставок по ипотеке (рекордно низкий уровень). По данным менеджмента, средства, привлеченные от размещения облигаций, планируется направить, в том числе, на покупку земельных участков: из-за проблем у некоторых банков и общего снижения покупательской способности населения на рынке появился большой объем проектов (с высокой степенью готовности для начала строительства) по интересным ценам.



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Потребление уступило место инвестициям

Промышленность «пробуксовывает» второй месяц подряд

Экономика "разгорячилась" на аномальной погоде

Реальные доходы прекратили падение, поддерживая восстановление потребительского спроса

Рынок облигаций

Размещение КОБР: банки сохраняют консерватизм в управлении ликвидностью

Обмен евробондов РФ может оказать давление на длинные выпуски

ЦБ РФ скоро выпустит КОБР, несмотря на отсутствие устойчивого профицита ликвидности

В июне нерезиденты выступили чистыми продавцами ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: в июле снова минус

В августе Минфин купит валюту на ~785 млн долл. после почти нулевых покупок в июле

Избыток валютной ликвидности сохраняется, несмотря на ухудшение сальдо текущего счета

Платежный баланс в июне ушел в минус (негативно для рубля)

Инфляция

Цены снижаются третью неделю подряд

Инфляционный «маятник» качнулся в противоположную сторону

Монетарная политика ЦБ

ЦБ сохранил ставку, лишь незначительно поменяв июньскую риторику

Консерватизм ЦБ говорит в пользу более медленного снижения ставки

Денежный рынок

Снижение RUONIA ниже ключевой ставки — смягчение кредитных условий?

Корпорации получили прямой доступ на денежный рынок через НКЦ

Бюджетная политика

В июле ослабление рубля вывело бюджет в профицит

Минфин: новое бюджетное правило учтет текущие недостатки

Минфин сохраняет стабильно низкий дефицит бюджета

Банковский сектор

Избыток валютной ликвидности близок к исчерпанию

Банк ФК Открытие обусловил резкий рост задолженности перед ЦБ РФ



#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) 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

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.