



9 марта 2016 г.

Мировые рынки

Финансовые рынки теряют "бычьи" настроения

После публикации на прошлой неделе отчета по рынку труда США (который не усиливает риск повышения ключевой долларовой ставки на ближайшем заседании FOMC), в начале этой недели аппетит к рискованным активам заметно вырос, что отразилось как в повышении доходностей UST (до YTM 1,92% по 10-летним бондам), так и в росте котировок нефти Brent выше 41 долл./барр. (в том числе по причине срабатывания margin calls по коротким позициям). Но к середине недели рынки заметно снизились от локальных максимумов (вчера 10-летние UST ушли до 1,86%, американские индексы акций просели на 1%), отреагировав на слабую макростатистику по Китаю (в феврале экспорт упал на 25,4% г./г. в долларах и на 20,6% г./г. в юанях, что сильно хуже консенсус-прогноза), которая вернула обеспокоенность относительно состояния глобальной экономики. Технические индикаторы указывают на растущий тренд по нефти: скорее всего, он сохранится до 20 марта, когда состоится встреча стран-производителей нефти по вопросу фиксации уровня добычи, после чего, возможно, начнется фиксация прибыли. Суверенные бонды РФ (Russia 42, 43) вслед за нефтью продемонстрировали ценовой рост (с начала недели на 1 п.п.).

Экономика

Инфляция м./м начала снижаться, но только за счет овощей и фруктов

По данным Росстата, в феврале произошло заметное снижение инфляции, как в месячном, так и в годовом выражении. Инфляция г./г. снизилась до 8,1% (9,8% г./г. в январе 2016 г.) главным образом за счет эффекта высокой базы февраля 2015 г., когда девальвация привела к росту цен на 2,2% м./м. В прошлом месяце инфляция м./м. составила 0,6%, заметно снизившись по сравнению с январем (1,0% м./м.). Главный фактор замедления инфляции м./м. - это продовольственные товары (0,7% м./м. против 1,2% в январе). Однако среди них заметное снижение роста цен произошло только в плодоовощной продукции (2,3% м./м. против 6,2% в январе), годовые темпы роста цен в данной категории даже стали отрицательными (-2,7% г./г. против 2,0% в январе). Вместе с тем, в других категориях заметного улучшения в показателях м./м. (с исключением сезонности) пока не наблюдается. Так, в непродовольственном сегменте, напротив, имеет место ускорение роста цен (0,8% м./м. против 0,7% м./м.), при этом данная тенденция наиболее сильно выражена в категориях, в которых заметную долю составляет импорт. Мы связываем такую динамику с эффектом от ослабления рубля в декабре 2015 г. - январе 2016 г. (с 65 до 80 руб./долл.). Недавнее укрепление рубля должно замедлить рост цен как в продовольственном, так и непродовольственном сегменте, но мы сомневаемся, что этот эффект проявится уже в марте (скорее, можно говорить об апреле-мае). Мы не считаем, что улучшение динамики инфляции в феврале, которое главным образом сконцентрировано в плодоовощной продукции, является поводом для снижения ставки ЦБ на мартовском заседании. Вместе с тем, если позитивные тенденции в динамике курса рубля закрепятся, то ЦБ может возобновить цикл снижения ставок, но даже в этом случае вряд ли это произойдет в 1П 2016 г.

Банковская система

Повышение отчислений в ФОР по валютным депозитам: нейтральный эффект

С 1 апреля ЦБ увеличивает отчисления в ФОР по корпоративным валютным депозитам на 1 п.п. до 5,25% (резервирование по депозитам физлиц не меняется). Напомним, что регулятивные меры по ограничению валюты на балансах уже обсуждались, в целом их эффект на курс рубля и стоимость валютной ликвидности оценивается нами как умеренно негативный. На 1 февраля 2016 г. объем депозитов юрлиц составлял 143 млрд долл., как следствие, для удовлетворения новому нормативу банкам потребуется перечислить в ЦБ ~1,43 млрд долл. (в рублевом эквиваленте), что является незначительной суммой, учитывая избыток рублевой ликвидности, который уже сейчас присутствует у крупных банков (получателей бюджетных расходов). Эта мера или не приведет, или приведет лишь к незначительному удорожанию валютной ликвидности в системе, т.к. для тех, кто сберегает средства в валюте, выбор валюты сбережения обусловлен не ставкой, а риском дальнейшей девальвации. В отношении валютной ликвидности основным фактором ее удорожания является рефинансирование/погашение задолженности по годовому РЕПО перед ЦБ, которая год назад была привлечена по низким ставкам. По нашим оценкам, действие этого фактора с начала марта привело к росту стоимости валюты от ЦБ на 50 б.п., и до конца месяца рост составит еще 50 б.п. (в среднем до 2,72% годовых). Это приведет к дальнейшему расширению спреда IRS-XCCY (мы ожидаем как минимум на 25 б.п.), даже если ФРС не повысит ставку в марте.

Рынок корпоративных облигаций

ПСБ: вливания в капитал продолжают компенсировать убытки. См. стр. 2

ТМК: сезонное восстановление. См. стр. 3

ПСБ: вливания в капитал продолжают компенсировать убытки

Рекордный убыток из-за резервов и увеличения стоимости фондирования...

... который в очередной раз был компенсирован вливанием в капитал

Промсвязьбанк (ВВ-/Ва3/-) опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. 2015 г., которую мы оцениваем негативно: чистый убыток до налогообложения увеличился на 4,3 млрд руб. по сравнению с 3 кв. до 7,2 млрд руб., что стало следствием: 1) продолжающейся реализации кредитного риска (отчисления в резервы по кредитам возросли на 4,8 млрд руб. до 16,4 млрд руб., что соответствует стоимости риска 7,6% против 5,8% в 3 кв.); 2) сужения чистой процентной маржи из-за увеличения стоимости фондирования. По итогам года стоимость риска составила 5,8%, что заметно превосходит чистую процентную маржу (2,7%). Результат банка был бы еще хуже из-за убытков, полученных по портфелю ценных бумаг, от операций с иностранной валютой (951 млн руб.) и от переоценки инвестиционной собственности (2,2 млрд руб.), которые частично были покрыты благодаря пересмотру суммы первоначального признания чистых активов при покупке ПАО Автовазбанка (2,2 млрд руб.), а также доходу от инвестиционных операций (1,4 млрд руб.). Напомним, что в рамках санации этого банка АСВ за счет средств ЦБ РФ предоставил 10-летний кредит в размере 18,2 млрд руб.

Влияние полученного убытка на капитал 1-го (= базовый + дополнительный) уровня был полностью компенсирован очередным вливанием средств со стороны акционеров: имущественный взнос (в виде земельных участков в МО) со стороны Promsvyaz Capital B.V. составил 15,7 млрд руб. Произошедшее снижение в 4 кв. общего капитала (со 162 млрд руб. до 159 млрд руб.) стало следствием выкупа с рынка находящихся в обращении собственных субординированных облигаций в объеме 293 млн долл. В результате достаточность капитала 1-го уровня (показатель Н1.2, рассчитываемый по Базель 3 на основе консолидированной отчетности) выросла на 82 б.п. до 8,23%, что предполагает некоторый запас над минимальным уровнем (6%). Отметим, что в течение 2015 г. совокупные вливания в капитал (со стороны как акционеров, так и АСВ) составили 59,4 млрд руб., при чистом убытке 16,4 млрд руб. По РСБУ показатель Н1.0 в январе сократился более чем на 1 п.п. до 12,78%, что может быть обусловлено как ослаблением рубля, так и реализацией кредитного риска.

2016 г. менеджмент банка планирует завершить без убытка, отчислив в резервы еще порядка 20-30 млрд руб. против 49 млрд руб. в 2015 г., при этом увеличивать кредитный портфель не планируется.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Активы, в т.ч.	1 212,7	1 154,9	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	870,0	847,1	+3%
розничные	72,6	74,5	-3%
корпоративные	743,5	715,6	+4%
МСБ	53,9	57,0	-5%
NPL/Кредитный портфель	4,0%	4,6%	-0,6 п.п.
Собственный капитал	83,4	76,3	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,4%	15,5%	-1,1 п.п.
ROE	-21,9%	-14,1%	-
Депозиты и счета клиентов	791,7	737,5	+7%
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	6,8	8,1	-16%
Чистый комиссионный доход	3,7	3,5	+6%
Операционные доходы	12,0	13,6	-12%
Чистый убыток	-8,7	-2,9	-
Чистая процентная маржа	2,5%	3,2%	-0,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель вырос на 2,7% кв./кв. до 870 млрд руб. за счет сегмента корпоративных клиентов, не вовлеченных в международный бизнес (рублевые кредиты), при этом валютное кредитование напротив сократилось (с 4,3 млрд долл. до 3,8 млрд долл.). В остальных сегментах (МСБ и потребительское кредитование) наблюдался спад. По нашим оценкам, во 2П 2015 г. банк выдал новые и/или пролонгировал старые кредиты на сумму 345,5 млрд руб., что отражает высокую кредитную активность, а также может свидетельствовать о неспособности некоторых заемщиков своевременно исполнять свои кредитные обязательства.

Повышенная норма резервирования не выглядит избыточной

Качество кредитного портфеля не улучшилось: показатель NPL 90+ в сумме со списанными и проданными кредитами увеличился на 6,1 млрд руб. до 44,8 млрд руб. (5,1% портфеля). Резервы (70 млрд руб.) с запасом покрывают NPL 90+ (2,0x), однако такой уровень резервирования не выглядит избыточным, учитывая рост обесцененных, но непросроченных кредитов на 17% кв./кв. до 104,6 млрд руб.

Избыточная рублевая ликвидность

В обязательствах наблюдался традиционно высокий для конца года приток на счета клиентов рублевых средств (49 млрд руб.), который осел в денежных средствах и их эквивалентах. Валютные остатки на клиентских счетах почти не изменились, составив 3,2 млрд долл.

Старый "суборд" выглядит интересным

Мы считаем интересным для покупки выпуск PROMBK 19 с YTM 10,15%, учитывая отсутствие у него условия loss absorption, а также системную значимость банка (вероятность банкротства близка к нулю). В ближайшее время менеджмент не планирует выход на рынок евробондов по причине комфортного запаса валютной ликвидности.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

ТМК: сезонное восстановление

Улучшение результатов кв./кв.

ТМК (B+/B1/-) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО, улучшение которых относительно предыдущего квартала было обусловлено сезонным восстановлением спроса в РФ на нефтепромысловые трубы OCTG и трубы большого диаметра (ТБД). Так, несмотря на ослабление рубля и дальнейшее снижение показателей американского дивизиона, выручка ТМК осталась на уровне 3 кв. за счет благоприятной структуры продаж бесшовных и сварных труб в РФ, показатель EBITDA вырос на 24% кв./кв., рентабельность по этому показателю достигла 17% против 13,6% кварталом ранее.

Долговая нагрузка на высоком уровне 3,9x

Основным негативным моментом остается высокая долговая нагрузка компании - за 4 кв. она выросла до 3,9x с 3,8x Чистый долг/EBITDA LTM из-за сокращения операционной прибыли г./г.

Краткосрочный долг в объеме 600 млн долл. (включая финансовый лизинг) не покрывается накопленными денежными средствами (305 млн долл.), однако, по данным отчетности, компании доступны невыбранные кредитные линии в объеме 527,9 млн долл. Кроме того, дополнительным источником средств является долговое финансирование от ВТБ в форме продажи казначейских акций компании на 10 млрд руб., или ~136,6 млн долл. по текущему курсу ЦБ (сделка заключена в декабре 2015 г., ~13% акций будет передано ВТБ, у ТМК остается право обратного выкупа).

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	913	917	0%	4 127	6 009	-31%
EBITDA	155	125	+24%	636	804	-21%
Рентабельность по EBITDA	17,0%	13,6%	+3,4 п.п.	15,4%	13,4%	+2,0 п.п.
Чистый убыток	-371	-74	+5,0x	-368	-217	+70%
Операционный поток	82	199	-59%	684	595	+15%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-28	-63	-56%	-185	-343	-46%
Капвложения	47	64	-27%	208	293	-29%
Финансовый поток	107	-105	-	-381	-53	+7,2x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 801	2 829	-1%
Краткосрочный долг	600	434	+38%
Долгосрочный долг	2 201	2 395	-8%
Чистый долг	2 496	2 664	-6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	3,9x	3,8x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы продаж снизились

Физические объемы реализации в 4 кв. снизились на 4% кв./кв. до 927 тыс. т из-за падения продаж в целом в американском дивизионе (на 24% кв./кв. до 75 тыс. т) и сварных линейных и промышленных труб в российском подразделении. При этом рост продаж в РФ более маржинальных бесшовных OCTG и линейных труб, а также ТБД поддержали выручку и ЕБИТДА компании.

Рентабельность выросла за счет улучшения структуры продаж

Выручка в 4 кв. осталась на уровне 3 кв. - 913 млн долл. В российском дивизионе она выросла на 5% кв./кв. до 761 млн долл., несмотря на ослабление рубля (-5% кв./кв.), за счет более благоприятной структуры продаж. В США при снижении объемов отгрузки и цен выручка упала на 26% кв./кв. до 113 млн долл. В результате рентабельность российского дивизиона в 4 кв. выросла до 23% с 18% в 3 кв., а американский дивизион оказался еще более убыточным на уровне ЕБИТДА, чем кварталом ранее: -24 млн долл. против -10 млн долл., соответственно.

Отметим, что резкий рост чистого убытка кв./кв. с 74 до 371 млн долл. связан с неденежными статьями, в частности, преимущественно с обесценением гудвила американского дивизиона в связи продолжающимся снижением спроса на трубы OCTG в связи с падением цен на нефть (-352 млн долл.), а также убытком от курсовых разниц (-53 млн долл.).

Капвложения останутся на прежнем уровне

Операционный денежный поток сократился более чем вдвое кв./кв. до 82 млн долл. в основном из-за инвестиций 68 млн долл. в оборотный капитал против высвобождения из него 82 млн долл. кварталом ранее. Капвложения в 4 кв. составили всего 47 млн долл. За год в целом было инвестировано 208 млн долл. (при этом годовая программа была ранее снижена с 200 до 180 млн долл.). В 2016 г. и 2017 г. ТМК планирует инвестиции на уровне 200 млн долл. ежегодно, из них maintenance capex - 80 млн долл. (ранее - 100 млн долл.), из них половина капзатрат номинирована в рублях, половина - в долларах США.

Компания дает осторожные прогнозы

Компания ожидает, что в 1 кв. 2016 г. объемы продаж в РФ останутся на уровне 4 кв. 2015 г., в 2016 г. объемы реализации труб OCTG в РФ прогнозируются на уровне 2015 г., и в целом ожидается сохранение рентабельности на уровне 2015 г. (15%). При этом в США компания не ждет восстановления рынка вплоть до конца 2017 г.

По нашим оценкам, девальвация рубля в 1 кв. 2016 г. (на 10% кв./кв.) должна оказать поддержку рентабельности ТМК, тем более, что, например, по контрактам с ММК теперь цена на г/к стальной лист определяется методом прямых затрат. Стабильность результатов компании также обеспечит изменение ценообразования на ТБД по контрактам с Газпромом, которое теперь подразумевает прямые затраты на производство труб.

Выпуски TRUBRU 18, 20 котируются с дисконтом 45-50 б.п. к кривой Евраз, при этом по кредитному качеству (прежде всего, по отношению Чистый долг/LTM ЕБИТДА) Евраз выглядит не хуже ТМК. Мы считаем, что дисконта быть не должно. Рекомендуем продавать TRUBRU 18 в пользу покупки EVRAZ 18 (@ 6,75%). Для консервативных инвесторов мы рекомендуем бонды AFKSRU 19.

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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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

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
Мария Помельникова		(+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
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 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.