



17 августа 2016 г.

Мировые рынки

"Ястребиные" заявления представителей ФРС приостановили ралли

На рынках вчера произошла коррекция (американские индексы просели на 0,6%). Причиной стали высказывания У. Дадли и Д. Локхарта, глав ФРБ Нью-Йорка и Атланты, о том, что достигнутый темп роста экономики в США достаточен для того, чтобы повысить ставку, по крайней мере, один раз до конца года. Также У. Дадли заявил о слишком большой уверенности рынков в том, что ставки останутся низкими длительное время (исходя из фьючерсов, вероятность повышения не превышает 50%). Не в пользу этих заявлений выступают опубликованные вчера данные по инфляции в США: несмотря на заметный рост цен на нефть, в июле она опустилась на 20 б.п. до 0,8% г./г. (также снижение наблюдалось и в базовой инфляции), то есть текущие инфляционные риски по-прежнему остаются низкими. По сути, сильным аргументом за повышение ставки является лишь улучшение ситуации на рынке труда. В этой связи интерес представляет выходящая сегодня стенограмма FOMC.

Экономика

Бюджет: надежды на доходы от приватизации Башнефти остаются все меньше

По данным СМИ, Правительство решило отложить приватизацию Башнефти на неопределенный срок. По данным источников, причиной такого решения могла стать неблагоприятная рыночная конъюнктура. Также на это повлияло письмо президента Башкортостана Р. Хамитова, который попросил отложить приватизацию, т.к. есть опасения невыполнения социальных обязательств перед республикой после продажи госпакета. Мы полагаем, что причиной могли также стать разногласия в Правительстве по поводу участия Роснефти в приватизации. Мы считаем, что оценка госпакета Башнефти предполагает высокую премию, которую готова заплатить только Роснефть. Напомним, E&Y оценил госдолю в 297–315 млрд руб. (соответственно, этой суммы может недосчитаться бюджет), что предполагает премию к рынку в 10-20%. При этом премия к рыночной оценке до новостей о приватизации составила бы 60-70%. Роснефть, в свою очередь, заявила, что готова заплатить высокую цену за актив, так как синергетический эффект может составить 160 млрд руб. Вероятно, Башнефть будет снова выставлена на продажу, когда будет окончательно решен вопрос с допуском Роснефти к приватизации.

Рынок ОФЗ

Конъюнктура способствует спросу

Сегодня на аукционах предлагаются 10-летние ОФЗ 26219 и 3,5-летние плавающие ОФЗ 29011 в довольно скромных объемах (по 10 млрд руб. каждый). В прошлую среду также размещались бумаги 26219 с отсечкой УТМ 8,37%, близко к этому уровню сейчас котируются длинные выпуски 26207 и 26212, т.е. заметное укрепление рубля не транслировалось в большой спрос на ОФЗ, что обусловлено возникшими геополитическими рисками. По нашему мнению, 26219 вполне могут уйти без премии к рынку, но рекомендуем выставлять заявки с доходностью не ниже УТМ 8,4%. ОФЗ 29011 не выглядит интересным в сравнении с кривой классических госбумаг: его синтетическая фиксированная доходность составляет УТМ 9%, а близкие по сроку до погашения ОФЗ 26214 и ОФЗ 26210 котируются с УТМ 8,97-9%. Рекомендуем выставлять заявки с ценами не выше 102% от номинала. На рынке ОФЗ наиболее интересными для покупки являются среднесрочные выпуски (26214, 26205 и 26216), которые имеют высокую премию к длинным бумагам (~65 б.п.) и ожидаемой инфляции (~350 б.п.).

Рынок корпоративных облигаций

ВТБ: Разовые факторы позволили избежать убытка. См. стр. 2

X5: положительный эффект операционного рычага

Сегодня X5 Retail Group (BB-/Ba3/BB) опубликовала сильные результаты за 2 кв. 2016 г., которые последовали за позитивным отчетом о продажах (рост чистых розничных продаж на 25,7% г./г.). Высокие темпы роста выручки, а также программа оптимизации операционных издержек позволила нарастить рентабельность по EBITDA до 8% (+0,75 п.п. г./г.), несмотря на сохранение промо-активности (скидки) для покупателей в текущих сложных экономических условиях (что оказало давление на валовую маржу (-0,28 п.п. до 23,8%)). Таким образом, эффект положительного операционного рычага сохранился во 2 кв., благодаря чему общие, коммерческие и административные издержки сократились по итогам 1П до 17,1% от выручки (-0,8 п.п. г./г.). В результате маржа по EBITDA в 1П 2016 г. составила 7,6% (+0,36 п.п. г./г.), существенно выше консенсус-прогноза на 2016 г. Также по итогам 1П X5 смогла нарастить операционный денежный поток на 27% г./г., что позволило заметно увеличить инвестиции без повышения относительной долговой нагрузки. Она находится на комфортном уровне (Чистый долг/EBITDA снизился до 2,34x). Сегодня X5 проведет телеконференцию, в ходе которой мы ожидаем обновленного финансового прогноза и планов развития. Облигации эмитента неликвидны, доходности по текущим котировкам (около 10%) не интересны для покупки. Лучшей альтернативой являются ОКей БО-6 с УТР 10,54% @ октябрь 2018 г. (= ОФЗ + 154 б.п.). Среди рублевых выпусков мы рекомендуем покупать ЭР-Телеком ПБО-1 с УТМ 12,17% @ июль 2019 г. (=ОФЗ + 315 б.п.).

ВТБ: Разовые факторы позволили избежать убытка

Продажа НПЗ и госсубсидия позволили выйти в плюс..

... в то время как отчисления в резервы остаются повышенными

Дивиденды оказали давление на достаточность капитала

Мы оцениваем отчетность группы ВТБ (BB+/Ba2/-) по МСФО за 2 кв. 2016 г. умеренно негативно: банку удалось показать чистую прибыль в размере 14,8 млрд руб. (против +0,6 млрд руб. в 1 кв.) в основном благодаря 1) прибыли 11,8 млрд руб., полученной от продажи Марийского НПЗ, а также гостиничного комплекса Орехово; 2) продолжившемуся снижению стоимости фондирования (на 30 б.п. до 6,4%), что увеличило чистый процентный доход на 10,4 млрд руб. (при этом чистая процентная маржа расширилась на 60 б.п. до 4%). В то же время негативное влияние оказали совокупные отчисления в резервы (под обесценение активов), которые возросли с 40,6 млрд руб. до 62,3 млрд руб. Отметим, что без этой единовременной прибыли от продажи активов (приобретенных с целью перепродажи) чистая прибыль составила бы весьма скромные 3 млрд руб. Кроме того, эта чистая прибыль была бы еще на 11 млрд руб. ниже, если бы ВТБ не получил компенсацию от государства по созданию резервов под определенные кредиты (при этом эта сумма ушла обратно государству в форме распределенной прибыли, то есть эффект на капитал оказался нулевым). По нашему мнению, именно отчисления по кредитному риску (помимо кредитов, у банка присутствует большой объем предоставленных гарантий, учитываемых за балансом) не позволят банку существенно нарастить прибыльность, по крайней мере, в этом году. Также банк имеет повышенные административные расходы (С/І составляет, по нашим оценкам, 49,6%).

Дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям (держателями последних являются Минфин и АСВ), которые за 2015 г. были задекларированы в объеме 33 млрд руб. (чистая прибыль за год составила всего 1,7 млрд руб., а совокупный доход - 32,7 млрд руб.) при неизменившемся показателе RWA (9,5 трлн руб.) привели к снижению достаточности капитала 1-го уровня (на 0,4 п.п. до 13,3% по Базель 1). На основе РСБУ по Базель 3 достаточность капитала ПАО ВТБ Банк (показатель Н1.0) во 2 кв. снизилась на 65 б.п. до 11,56%, что соответствует способности банка досоздать резервы в размере 325 млрд руб., или 6,2% от чистого портфеля (за вычетом уже сформированных резервов).

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Активы, в т.ч.	12 333,5	12 801,2	-4%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	9 362,5	9 257,9	+1%
розничные	2 042,9	1 987,5	+3%
корпоративные (включая РЕПО)	7 319,6	7 270,4	+1%
NPL 90+/Кредитный портфель	7,1%	7,2%	-0,1 п.п.
Средства клиентов	7 859,1	7 431,7	+6%
Собственный капитал	1 397,6	1 448,8	-3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,1%	15,6%	-0,5 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	108,7	98,3	+11%
Чистый комиссионный доход	19,2	17,4	+10%
Чистая прибыль	14,8	0,6	+24,7x
Чистая процентная маржа	4,0%	3,4%	+0,6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Слабая кредитная активность

Кредитный портфель продемонстрировал незначительный рост (+1,1% кв./кв. до 8,7 трлн руб., за вычетом резервов) за счет как рублевого (+2,6% кв./кв.), так и валютного (+2,9%) сегментов. Основной вклад в прирост рублевого кредитования внесла розница (+2,8%), в которой сохраняется высокий уровень выдачи почти по всем направлениям (как в ипотечном, так и потребительском кредитовании), что связано как со снижением ставок (по ипотеке), так и появившимся спросом на кредиты (в том числе по причине просрочек по выплате зарплат).

Улучшения в качестве кредитов не наблюдается

Из-за увеличения списаний плохих кредитов (23,5 млрд руб. против 12 млрд руб. в 1 кв.) показатель NPL 90+ стабилизировался на уровне 664 млрд руб. (7,1% портфеля), то есть заметного улучшения кредитного качества не произошло. По РСБУ просрочка у ПАО ВТБ во 2 кв. увеличилась на 49,5% до 183,1 млрд руб.

Бюджетные средства замещают дорогое фондирование

На счета клиентов продолжился приток рублевых средств в размере 427,4 млрд руб., при этом порядка 250 млрд руб. поступило на федеральные счета (бюджетные расходы), что было направлено на погашение задолженности перед ЦБ РФ (на 470 млрд руб.), а также синдицированных кредитов.

Во 2 кв. динамику лучше рынка продемонстрировали бонды VTB regp. (котировки выросли со 100% до 108%) после того, как А. Костин заявил о готовности провести частичный выкуп с рынка (который произошел, однако весь выкупленный объем был продан с баланса Группы ВТБ). Мы считаем, что банк не имеет высокого запаса капитала для осуществления чистого выкупа в условиях близкой к нулю прибыльности (ограниченные внутренние возможности для увеличения капитала). Кроме того, выплата купона по выпуску теперь полностью осуществляется на усмотрение менеджмента, независимо от того выплачивались ли дивиденды в последние 6 месяцев или нет. Рублевые облигации ВТБ неликвидны и котируются с минимальной премией (25-50 б.п.) к фиксированной депозитной ставке ЦБ РФ. На рынке евробондов интерес для покупки представляют евробонды VKMOSC 17 с YTM 3,3%.

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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

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

Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

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

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

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

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#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
Газпром
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК

Норильский Никель
Распадская
Русал
Северсталь
ТМК
Nordgold
Polyus Gold

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
Мегафон

МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
СИБУР

Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК
Альфа-Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург

ВТБ
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал

МКБ
ФК Открытие
Промсвязьбанк
Сбербанк

Тинькофф Банк
ХКФ Банк



#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
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.