



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

23 октября 2017 г.

Мировые рынки

Почти без шансов на коррекцию

Инвесторы на глобальных финансовых рынках продолжают ставить на рост американской экономики, получая дополнительные сигналы в пользу того, что правительству США удастся реализовать намеченную налоговую реформу (сокращение налоговой нагрузки). По данным СМИ, республиканцы намерены принять налоговое законодательство до конца года, однако законопроекта пока еще нет: идут споры относительно сокращений налогов, и за счет каких расходов бюджета это можно компенсировать. Д. Трамп считает, что необсуждаемым является сокращение налога на прибыль корпораций до 20% и на так называемую сквозную прибыль (pass-through income, та часть прибыли, которая распределяется в пользу владельцев компании) до 25%. Однако, по мнению экспертов, основными выгодоприобретателями налоговой реформы станут американские миллиардеры, хотя планируется поддержать именно средний класс. Кроме того, непонятны источники финансирования: по некоторым оценкам, сокращение налога на сквозную прибыль (в том числе косвенные издержки от реклассификации прибыли в сквозную) увеличат дефицит бюджета на 770 млрд долл. в течение следующих 10 лет (для сравнения - дефицит бюджета в 2017 финансовом году составил 665,7 млрд долл., или 3,5% ВВП, +13,7% г./г. из-за слабого роста экономики). По-видимому, многие в Конгрессе разделяют мнение о необходимости проведения налоговых стимулов (быть может, временных) для поддержания роста экономики. На этом фоне американский рынок акций усилил движение вверх (+0,5% по индексу S&P). Доходность 10-летних UST подскочила на 7 б.п. до YTM 2,38%, доллар продемонстрировал укрепление к основным мировым валютам (восстанавливаясь от локальных минимумов). Также поддержку финансовым рынкам оказывают политические новости из Японии: победа правящей коалиции на досрочных выборах в Палату представителей, в результате которых премьер-министр С. Абэ получает более широкий мандат (то есть экономические стимулы будут продолжены).

Денежный рынок

Ключевая ставка: аномалия МБК искажает оценку ожиданий. См. стр. 2

Инфляция продолжает обновлять исторические минимумы, опустившись до 2,7% г./г., согласно последним недельным данным. Очевидно, что в подобных условиях регулятор снизит ключевую ставку на заседании 27 октября. Эту мысль озвучил недавно и директор департамента денежно-кредитной политики ЦБ И. Дмитриев, отметив, что сохранение ключевой ставки Банка России сейчас маловероятно, а ожидания рынка по ее снижению на 25 или 50 базисных пунктов не сильно расходятся со взглядом регулятора.

Обычно сигналы регулятора относительно действий по ключевой ставке не противоречат принимаемому на Совете директоров решению, но и не добавляют конкретики относительно него. Для понимания того, в какую сторону больше склоняются участники рынка, мы решили рассмотреть альтернативный консенсус-опросам метод - фьючерсы на RUONIA (по аналогии с тем, как рассчитываются вероятности изменений ключевой ставки ФРС, хотя, конечно, мы осознаем, что недостатком фьючерсов на рублевую ставку является их невысокая ликвидность). Подробнее см. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

X5 и Магнит: очень разные итоги в борьбе за покупателя. См. стр. 4

Ключевая ставка: аномалия МБК искажает оценку ожиданий

Низкая инфляция позволяет продолжить снижение ключевой ставки

Инфляция продолжает обновлять исторические минимумы, опустившись до 2,7% г./г., согласно последним недельным данным. Очевидно, что в подобных условиях регулятор снизит ключевую ставку на заседании 27 октября. Эту мысль озвучил недавно и директор департамента денежно-кредитной политики ЦБ И. Дмитриев, отметив, что сохранение ключевой ставки Банка России сейчас маловероятно, а ожидания рынка по ее снижению на 25 или 50 базисных пунктов не сильно расходятся со взглядом регулятора.

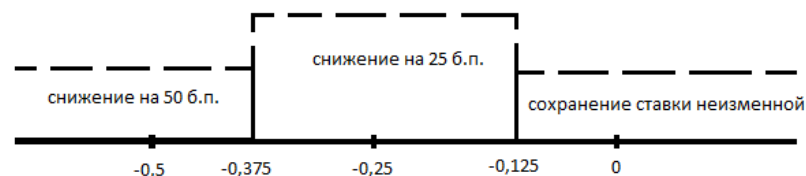
Мы решили рассмотреть альтернативную оценку исхода заседания ЦБ через фьючерсы на RUONIA...

Обычно сигналы регулятора относительно действий по ключевой ставке не противоречат принимаемому на Совете директоров решению, но и не добавляют конкретики относительно него. Для понимания того, в какую сторону больше склоняются участники рынка, мы решили рассмотреть альтернативный консенсус-опросам метод - фьючерсы на RUONIA (по аналогии с тем, как рассчитываются вероятности изменений ключевой ставки ФРС, хотя, конечно, мы осознаем, что недостатком фьючерсов на рублевую ставку является их невысокая ликвидность). Цена исполнения фьючерсного контракта определяется как 100 минус средняя арифметическая ставка RUONIA за месяц до экспирации, которая наступает в последний торговый день месяца обращения контракта. Таким образом, эти фьючерсы позволяют получать ожидаемую среднюю ставку RUONIA в каждый следующий месяц (одновременно обращаются 12 месячных контрактов), в том числе в месяцы, следующие за заседаниями ЦБ РФ, что дает возможность для оценки вероятности их исходов. На основе этой средней ставки можно оценить и ожидаемую ключевую ставку (здесь основную трудность представляет учет спреда между этими ставками, так называемого в терминологии MOEX фактора ликвидности).

...немного расширив подход Московской биржи

Отметим, что методология, предлагаемая MOEX, основана на алгоритме, используемом Чикагской биржей (CME Group), и предполагает лишь два исхода на каждом заседании регулятора (подробнее о методике см. <http://fs.moex.com/files/15700>). Однако в действительности ожидаемых вариантов действия ЦБ гораздо больше (например, сейчас кто-то может не ожидать никакого снижения ключевой ставки на ближайшем заседании). Поэтому мы решили расширить методику Московской биржи, предполагая больше чем два исхода (например, для предстоящего на этой неделе заседания эти исходы изображены на рис. ниже). Для этого мы сделали определенные предположения, в частности о нормальности оцениваемых нами вероятностей (то есть будущая ключевая ставка, рассматриваемая как случайная величина, имеет нормальное распределение). Также мы предполагаем, что с вероятностью 0,99 будущая ключевая ставка окажется в окрестности 50 б.п. от той ставки, которая предполагается соответствующим фьючерсным контрактом.

Расположение вариантов исхода заседаний ЦБ



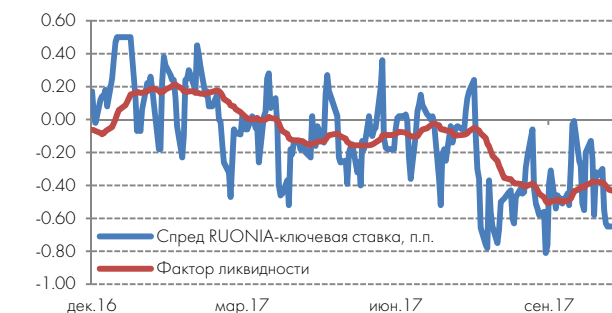
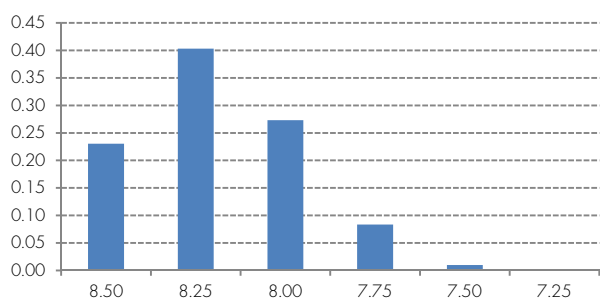
Источник: оценки Райффайзенбанка

Получилось, что мнение участников рынка разделилось между снижением на 25 б.п. и сохранением ставки неизменной...

Зафиксировав спред (RUONIA - ключевая ставка) на уровне, близком к своему среднему значению за последний месяц (-40 б.п.), в рамках нашей методологии мы получили для ближайшего заседания, что снижение ставки на 25 б.п. произойдет с вероятностью 37%, а с вероятностью 57% ставка останется неизменной. При этом снижение на 50 б.п. ожидается с вероятностью 7%. Этот результат расходится с заявлением И. Дмитриева, который практически исключил сохранение ставки на неизменном уровне.

Проведя аналогичные расчеты для декабрьского заседания ЦБ, мы получили следующее распределение вероятностей возможных значений ключевой ставки на конец года (см. график ниже): наиболее вероятный ее уровень – 8,25%, при этом участники рынка ожидают, что итогом декабрьского заседания будет снижение ставки на 25 б.п.

Наиболее вероятный уровень ставки на конец года - 8,25%... ...однако высокая волатильность фактора ликвидности искажает оценки



Источник: Московская биржа, расчеты Райффайзенбанка

...но фактор ликвидности сильно повлиял на результаты

Отметим, что существенным для приведенных оценок является упомянутый нами выше фактор ликвидности, который имеет высокую волатильность, в частности, с середины лета спред ключевая ставка - RUONIA расширился с -10 б.п. до -65 б.п. Такое изменение вызвано высокими перетоками средств корпоративных клиентов в банковской системе (они возникли из-за проблем у банков Югра, ФК Открытие, БИН). Под эти возможные оттоки средств клиентов банки вынуждены формировать большую подушку ликвидности в о/п инструментах. Ситуация на рынке МБК, по-видимому, сохранится (пока нет определенности развития событий, связанных с другими проблемными банками). Как следствие, снижение ключевой ставки на ближайшем заседании может никак не отразиться на RUONIA. Таким образом, волатильный фактор ликвидности вносит существенные искажения в оценку реальных ожиданий участников рынка по ключевой ставке. Это, в свою очередь, пока не позволяет эффективно реализовывать торговые стратегии с использованием фьючерсов на RUONIA.

В текущих условиях средняя цена фьючерса должна вырасти после заседания

Например, судя по заявлениям ЦБ, сохранение ставки на заседании в эту пятницу маловероятно, т.е. гораздо меньше, чем заложено в цену ноябрьского фьючерса (RUON-11.16). Таким образом, если мы полагаем, что ставка точно будет снижена (и это повлечет за собой снижение RUONIA, при неизменном факторе ликвидности на уровне -40 б.п.), то его цена теоретически должна вырасти с текущих 92,07% до 92,15% от номинала ($=100\% - 8,25\%$ (ожидаемая ключевая ставка) + 40 б.п. (фактор ликвидности)). Впрочем, помимо фактора ликвидности, который может уменьшиться, присутствует большой bid-ask спред (15 б.п.), который сейчас полностью нивелирует прибыль от сделки по ноябрьскому контракту.

Станислав Мурашов
stanislav.murashov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

X5 и Магнит: очень разные итоги в борьбе за покупателя

Результаты X5 Retail Group выглядят неплохо...

На минувшей неделе X5 Retail Group (BB/Ba2/BB) опубликовала неплохие финансовые результаты за 3 кв. 2017 г.: выручка выросла на 24,7% г./г., скорректированная маржа EBITDA составила 7,3% (-0,5 п.п. г./г.). Подчеркнем, что магазины формата дискаунтер остаются ключевым сегментом бизнеса X5. Долговая нагрузка X5 на конец сентября сохранилась на комфортном уровне 1,7x Чистый долг/EBITDA. X5 воздерживается от предоставления финансового прогноза на 2017 г., однако подтверждает долгосрочную цель компании нарастить долю рынка с текущих 8% до 15% к 2020 г. и ожидает сохранить уровень открытий новых магазинов в 2018 г. на уровне обновленного плана на 2017 г., т.е. более 2500 магазинов, планируя направить на инвестиции около 80-90 млрд руб.

... в отличие от показателей Магнита

Также в минувшую пятницу Магнит (S&P: BB+) опубликовал очень слабые операционные итоги за 3 кв. 2017 г., а также слабые финансовые результаты по МСФО (маржа EBITDA на уровне 7,2% (-3,4 п.п. г./г.), чистая маржа на уровне 2,4% (-3,1 п.п. г./г.). Темпы роста выручки Магнита в 3 кв. 2017 г. замедлились до 6,5% г./г., при этом прирост торговой площади составил 15,3% г./г., а выручка зрелых магазинов LFL продемонстрировала снижение на 2,5% г./г. Отчасти слабые результаты ритейлера можно объяснить агрессивными инвестициями в цену, а также активной фазой реновации магазинов (проект предусматривает закрытие магазинов на срок до месяца). В ходе телефонной конференции менеджмент Магнита снизил целевые показатели на 2017 г.: рост выручки ожидается на уровне 8-10% (с 9-11%), а также уточнил прогноз капитальных инвестиций на уровне 95 млрд руб. (105 млрд руб.). Со слов менеджмента, долговая нагрузка Магнита на конец сентября была на комфортном уровне 1,7x Чистый долг/EBITDA. Компания заявила, что планирует открыть в 2017 г. как минимум 2000 магазинов у дома, более 21 гипермаркета и около 670 магазинов косметики.

Вопрос об успешности долгосрочной стратегии пока остается открытым

Анализируя показатели деятельности крупнейших ритейлеров, мы отмечаем, что помимо слабой макроэкономической ситуации давление на выручку оказывает повышающийся уровень конкуренции и пересечения зон покрытия. Так, по словам X5, пересечение магазинов с торговыми точками Магнита достигло максимального уровня - 55%. Кроме того, большую роль играет эффект каннибализации, т.е. отток покупателей в новые магазины, открываемые в зоне покрытия существующих той же сети. Все это вынуждает ритейлеров сильнее инвестировать в цену и ухудшать показатель валовой маржи. Несмотря на негативный эффект на выручку зрелых магазинов, наращивание плотности торговых точек оправдано с точки зрения исключения доступа на вакантные торговые площадки конкурентов.

Следует также признать, что по краткосрочной динамике финансовых показателей двух ритейлеров сложно делать выводы об успешности той или иной бизнес-модели - слишком высока чувствительность прибыльности к динамике выручки и особенностям краткосрочной ценовой политики.

Динамика финансовых показателей обеих компаний в будущем будет во многом определяться макроэкономической обстановкой, успешностью запуска онлайн-канала продаж, развитием программ лояльности и др. Кроме того, Магнит планирует до 2021 г. инвестировать 40 млрд руб. в запуск новых производственных мощностей (в частности, комплекс по выращиванию грибов), повышая степень вертикальной интеграции бизнеса, что может оказать положительное влияние на рентабельность, но также несет дополнительные операционные риски для бизнеса. X5, в свою очередь, может стать одним из заметных игроков на рынке M&A. По нашему мнению, Магнит способен улучшить динамику продаж благодаря фокусу на улучшение ассортимента и атмосферы в магазинах, что должно повысить лояльность покупателей.

23 октября 2017 г.

Облигации Магнит 1P02 котируются с YTM 8% @ февраль 2018 г. (+50 б.п. к кривой ОФЗ, соответствует краткосрочным бумагам 1-го эшелона). Лучшей им альтернативой являются рублевые облигации X5 (YTP 8,44% @ сентябрь 2018 г.), а также рублевые евробонды XFINRU 20 (YTM 8,5% = ОФЗ + 120 б.п.), учитывая близкий уровень кредитного риска. Также интерес представляют 4-летние бумаги О'Кей (Fitch: B+), котируются с YTM 8,97% (164 б.п. + ОФЗ).

Наталья Колупаева

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 9852

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

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. — результат временных факторов

Рынок облигаций

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

Иностранный спрос давит на кривую ОФЗ

Сильное замедление инфляции вызвало ралли в ОФЗ

Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция — не повод для агрессивного снижения ставки

Денежный рынок

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субордов на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субордов Банка ФК Открытие, но держатели старых субордов имеют шанс на bail-out



#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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 00

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716

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.