



24 мая 2017 г.

Рынок ОФЗ

Аукционы: избыток рублевой ликвидности обусловит повышенный спрос на 24019

На сегодняшних аукционах Минфин предлагает не только ОФЗ с фиксированной ставкой (25 млрд руб. 9-летнего выпуска 26219), но и бумаги с плавающей ставкой (20 млрд руб. 2-летних ОФЗ 24019). По-видимому, итог аукционов на прошлой неделе, когда потребовалось предложить существенные ценовые дисконты (за которыми последовала коррекция вдоль всей кривой ОФЗ), сделал министерство более осторожным. В настоящий момент кривая классических ОФЗ на 5-10 б.п. (в коротком и среднесрочном сегментах) выше, чем она была в начале прошлой недели, при этом длинные выпуски обновили свои локальные минимумы (26207 опустился ниже YTM 7,5%). Среди ОФЗ с фиксированной ставкой наиболее интересными являются 26221 с YTM 7,96% с потенциалом для снижения доходности до 7,5%, если этот потенциал реализуется, то до конца года текущая доходность выпуска составит 11,2%. Для сравнения - ОФЗ 29006 могут принести 12М текущую доходность в размере 11,4%, которая получается фиксацией ставок следующих двух полугодовых купонов на уровне 10,58% и 9,44% годовых с помощью покупки фьючерсов на RUONIA в предположении, что цена выпуска не снижается (за счет нивелирования положительной премии к 6М RUONIA до нуля). Таким образом, по нашему мнению, бумаги 29006 выглядят более интересными в среднесрочной перспективе, чем выпуск 26221, покупка которого может представлять лишь спекулятивный интерес до реализации указанного потенциала снижения доходности. Участие в размещении 26219 может быть интересным лишь для получения премии 5-10 б.п. ко вторичному рынку (то есть с YTM 7,7%-7,75%), учитывая большой объем нависающего предложения бумаг (недоразмещенный объем составляет 90 млрд руб.). Выпуск 24019, скорее всего, найдет спрос (без ценового дисконта, по 102,5% от номинала) среди банков, находящихся в состоянии структурного профицита рублевой ликвидности. Так, на последнем депозитном аукционе ЦБ абсорбировал лишь 490 млрд руб. из предложенных 687 млрд руб., то есть в системе сохраняется избыток 197 млрд руб., кроме того, сегодня придут купоны по другим плавающим выпускам (29012, 29009) на 16 млрд руб. Однако в терминах премии к ставке RUONIA бумаги 24019 выглядят одними из самых дорогих (дисконт составляет 74 б.п. в отличие от премии 13 б.п. по 29006).

Банковская система

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Совкомфлот: штормовое предупреждение

Совкомфлот (BB+/Ba1/BB) опубликовал негативные результаты за 1 кв. 2017 г. на фоне продолжающегося снижения фрахтовых тайм-чартерных ставок, которые в некоторых сегментах упали более чем на 40% г./г., сокращения прочей выручки, что было частично компенсировано ростом доходов от офшорных проектов на 17% кв./кв. до 88 млн долл., которые впервые составили более 30% ТЧЭ-выручки. В результате ТЧЭ-выручка упала на 1% кв./кв. до 274 млн долл., а в целом нейтральная динамика основных расходов и небольшой рост прочих операционных расходов привели к увеличению EBITDA на 1% кв./кв. до 154 млн долл. Несмотря на это, операционный денежный поток упал на 44% кв./кв. до 134 млн долл. на фоне увеличения оборотного капитала и налога на прибыль. При этом инвестиции повысились в 2,9 раза до 334 млн долл. из-за роста заказов на строительство новых судов, в том числе четырех класса Афрамекс, первый из которых пополнит флот компании с 3 кв. 2018 г. В результате падения свободного денежного потока Чистый долг вырос на 8% кв./кв. до 3 млрд долл., или 4,6х LTM EBITDA, что является максимальным значением со 2 кв. 2015 г. Наша идея реализовалась: спред SCFRU 23 - VIP 23 сузился до нуля, что стало реакцией на ухудшение кредитных метрик Совкомфлота. Мы считаем лучшей им альтернативой VIP-GTH 23 с YTM 5,2%.

МТС: неплохие результаты 1 кв. пока не повод для повышения годового прогноза. См. стр. 3



Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

Улучшение качества кредитов нашло отражение в прибыльности

Согласно опубликованному ЦБ обзору банковского сектора, в апреле банками была получена прибыль в размере 214,7 млрд руб., что почти в два раза больше м./м. и является максимальным месячным значением за последние годы (с начала года прибыль составила 553,3 млрд руб., что соответствует ROE 19,2% на основе балансового капитала), при этом доля Сбербанка в прибыли снизилась с 45% до 37% (это свидетельствует об улучшении показателей остальных банков). Основным фактором всплеска прибыльности является роспуск резервов (их объем сократился на 40 млрд руб.), что сопровождалось снижением просроченной задолженности (на 103,5 млрд руб., благодаря корпоративному сегменту).

Отток валютных средств с клиентских счетов...

В валютной части баланса корпоративное кредитование выросло почти на ту же величину, на которую сократились кредиты финансовым организациям, в итоге валютное кредитование почти не изменилось (произошло лишь технические перераспределение, что в последние месяцы часто наблюдается и обусловлено необходимостью выполнения нормативов Н6, Н25.1 на кредитование группы заемщиков как связанных между собой, так и с банком). С клиентских счетов ушло 3,7 млрд долл., для сравнения - в марте отток составил 1,6 млрд долл. Таким образом, в результате кредитно-деPOSITНЫХ операций произошел отток валютной ликвидности из системы.

... был покрыт накопленным запасом высоколиквидных активов

Для покрытия этого оттока, а также погашения части задолженности перед ЦБ (которая сократилась на 0,6 млрд долл. до 4,2 млрд долл.) и перед банками-нерезидентами (-0,4 млрд долл. до 16,1 млрд долл.) локальным банкам потребовалось использовать свои ликвидные активы (корсчета и депозиты в банках-нерезидентах) в объеме 2,7 млрд долл., а также высвободить средства из портфеля евробондов. По нашим оценкам, в апреле ОВП на балансе уменьшилась (часть валютных активов была сконвертирована в рублевые активы) на 1,9 млрд долл. (в предшествующем месяце, напротив, произошло увеличение ОВП на 3,6 млрд долл.). Оставшийся избыток валютной ликвидности (=превышение высоколиквидных активов над валютными остатками на расчетных счетах) мы оцениваем в 10,9 млрд долл., чего достаточно, чтобы пройти предстоящий в летние месяцы отток валютной ликвидности из системы (обусловленный отрицательным сальдо счета текущих операций).

Всплеск рублевого кредитования может отражать усиление оттока капитала

В рублевой части баланса наблюдалось увеличение кредитной активности (прирост кредитного портфеля составил 218 млрд руб.), при этом на рублевые счета клиентов поступило всего 88 млрд руб. (со счетов корпораций ушло 26 млрд руб.). По-видимому, в апреле корпорации привлекали рублевые кредиты для выплат по внешнему долгу или финансирования закупок импортного оборудования (с учетом стоимости валютного свопа рублевое финансирование стоит меньше, чем валютное).

Таким образом, в апреле в целом по системе приток валютной ликвидности сменился оттоком, который пока не оказывает влияния на курс рубля и стоимость валютной ликвидности (спреды IRS-CCS, MosPrime-FX Swap вблизи минимумов). Изменение ситуации может произойти в конце июня (ждем ослабление рубля и удорожание валютной ликвидности) в результате сокращения избытка валютной ликвидности.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

МТС: неплохие результаты 1 кв. пока не повод для повышения годового прогноза

МТС (BB+/-/BB+) вчера опубликовала результаты за 1 кв. 2017 г., превзойдя ожидания рынка по рентабельности благодаря сокращению розничной сети в России и нормализации маржи на Украине, и подтвердила прогноз на 2017 г. (динамика выручки и OIBDA в диапазоне от -2% до 2% г./г.), который по-прежнему не дает однозначного понимания трендов на рынке. На словах руководители компании заявили, что они склоняются к верхней границе диапазона, однако экономическая и конкурентная ситуация на рынках присутствия пока не окончательно стабилизировалась, что мешает им повысить официальный прогноз.

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA, по расчетам компании, снизилась с 1,4х на конец 2016 г. до 1,2х из-за значительного снижения капвложений (почти на 40% г./г.), поскольку основные инвестиции в сети 3G на Украине и LTE в России уже были осуществлены в 2016 г., однако на полный 2017 г. МТС прогнозирует не столь существенное снижение инвестиций – с 83,6 млрд руб. в 2016 г. до 80 млрд руб. С учетом ожиданий МТС и планов по выплате дивидендов в размере 52 млрд руб., долговая нагрузка должна составить 1,3х-1,4х Чистый долг/OIBDA на конец года.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	104,7	105,9	-1%
OIBDA	41,8	41,1	+2%
Рентабельность по OIBDA	39,9%	38,8%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	12,5	14,5	-14%
Операционный поток	33,3	39,1	-15%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-18,5	-5,8	+3,2х
Капвложения	-11,1	-18,4	-40%
Финансовый поток	-6,4	-20,0	-68%

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	280,0	284,3	-1%
Краткосрочный долг	49,5	47,2	+5%
Долгосрочный долг	230,5	237,1	-3%
Чистый долг*	254,7	265,8	-4%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,5х	1,6х	-

*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

МТС рассматривает уровень рентабельности украинского бизнеса (45,8% в 1 кв. 2017 г.) как стабильный и связывает низкий показатель в 1 кв. прошлого года с промо-акциями в рамках запуска сетей 3G. Компания также не видит повышенного риска для собственного бизнеса на Украине в связи с недавним указом президента П. Порошенко, запрещающим деятельность ряда российских интернет-компаний в стране. По поводу конкурентной ситуации на рынке дистрибуции SIM-карт руководство МТС заявило, что розничная сеть была сокращена на 500 магазинов, и компания будет ждать ответных действий конкурентов. Также рассматривается обсуждаемый с конца прошлого года раздел Евросети как главный шаг, после которого можно продолжать оптимизировать рынок.

В секторе телекомов нам нравится новый выпуск VIP-GTH 20 (YTM 3,9%) с премией 80 б.п. к MOBTel 20.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

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

Потребительский спрос: кратковременные улучшения?

Промышленность вернулась к росту

Прогноз МЭР: рост экономики без деталей реформ

Рынок облигаций

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

Структура покупателей ОФЗ: "необычные" нерезиденты сформировали основной спрос в 1 кв. 2017 г.

В 1 кв. появился крупный локальный участник на рынке ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

Нетипичные условия 1 кв. обусловили положительную обратную связь интервенций Минфина

Платежный баланс: сезонность пока позволяет рублю игнорировать и нефть, и покупки Минфина

Минфин в феврале купил больше валюты, чем требовалось

Инфляция

Инфляция продолжает ускоряться

Монетарная политика ЦБ

ЦБ дал сигнал о снижении ставки на ближайшем заседании

Обзор инфляционных ожиданий не добавляет аргументов в пользу снижения ставки

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

"Фискальная девальвация": вопрос времени

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Банковский сектор

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов

Февральский запас валютной ликвидности может растаять к лету



#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

ВымпелКом	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	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	Промсвязьбанк	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	МКБ	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

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.