



24 августа 2017 г.

## Мировые рынки

### Отчет EIA свидетельствует о сокращении избытка нефти

Согласно недельному отчету EIA, коммерческие запасы сырой нефти в США снизились еще на 3,3 млн барр. против -8,9 млн барр. на предшествующей неделе, при этом сейчас общий объем запасов (463 млн барр.) на 6% ниже уровней прошлого года, что обусловлено, в том числе, возросшим спросом на нефтепродукты в США на 1,4% г./г. (до 21 млн барр. в сутки). Серия последних данных EIA свидетельствует о сокращении избытка перепроизводства нефти, однако котировки продемонстрировали лишь умеренный рост (на 1 долл. до 52,5 долл./барр.), что, по-видимому, обусловлено завершением высокого сезона в США, после которого избыток вновь может вернуться на рынок. Попытки игры на повышение на финансовых рынках по-прежнему сдерживаются опасениями "фискального обрыва" (в случае если потолок по госдолгу США не будет повышен до конца октября): индекс S&P потерял 0,35%, доходность 10-летних UST опустилась на 2 б.п. до YTM 2,18%.

## Экономика

### Недельная дефляция сменилась ценовой стабильностью

По данным Росстата, недельная инфляция за неделю с 15 по 21 августа составила 0% н./н., прервав дефляцию, длившуюся в течение трех предыдущих недель. Годовая оценка снизилась до 3,7% г./г., а накопленный с начала года уровень составил 2,2%. По нашим оценкам, это, в первую очередь, произошло из-за сокращения масштабов дефляции в сегменте продовольственных товаров (с -0,7% н./н. до -0,5% н./н.), а также незначительного ускорения темпов роста цен на непродовольственные товары (с 0,03% н./н. до 0,05% н./н.). Быстрее стали дорожать и услуги (с 0,1% н./н. до 0,15% н./н.). В целом динамика курса рубля пока слабо заметна на недельных данных. Мы полагаем, что важной причиной этого является достаточно малое количество непродовольственных товаров (которые больше всего связаны с курсом рубля) в наборе, по которому рассчитывается недельная инфляция. Так, например, товары длительного пользования (в которых присутствует значительная часть импорта) представлены лишь телевизорами и автомобилями, при этом цены на первые (прокси на импортную бытовую технику) достаточно тесно связаны с курсом рубля. Впрочем, остальные непродовольственные товары (бытовая химия, простые предметы одежды, топливо) в целом производятся внутри страны, и поэтому для них курс рубля является гораздо менее существенным фактором. Фактически, большинство непродовольственных товаров в инфляции можно рассматривать как сегмент FMCG (товары повседневного спроса), цены на которые, в первую очередь, ориентируются на объем потребительских расходов. Пока потребительская активность остается достаточно слабой, что, видимо, и является основным фактором низкой непродовольственной инфляции.

## Рынок ОФЗ

### Средний сегмент кривой пользуется повышенным спросом

На вчерашних аукционах спрос на предложенные ОФЗ в размере 40 млрд руб. составил 90 млрд руб., при этом наибольший интерес привлек 7-летний выпуск 26222 (60 млрд руб.), что отражает ожидания инвесторов по дальнейшей нормализации формы кривой (расширение спреда между длинными и среднесрочными выпусками). Оба выпуска Минфину удалось реализовать почти без премии по доходности ко вторичному рынку.

## Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: дешевое фондирование вывело маржу на 6%. См. стр. 2

ПМХ (ранее группа Кокс): рост по графику. См. стр. 4

АФК Система: снижение суммы иска принципиально не скажется на рисках. См. стр. 5

## Сбербанк: дешевое фондирование вывело маржу на 6%

**Приток дешевых клиентских средств способствовал расширению маржи**

Согласно опубликованным вчера результатам Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО, банку во 2 кв. 2017 г. удалось увеличить чистую прибыль на 11% кв./кв. до 185,6 млрд руб., что стало следствием главным образом: 1) существенного роста чистого комиссионного дохода (+18% кв./кв. до 94,9 млрд руб.) из-за увеличения на 24% транзакций по картам; 2) прибыли, полученной от операций с валютой и производными финансовыми инструментами (20,5 млрд руб. против убытка в 10,6 млрд руб. в 1 кв.). Рост кредитования на 4,7% привел к повышению процентного дохода всего на 1,9%. Это обусловлено продолжающимся снижением процентных ставок по кредитам, при этом Сбербанк придерживается наиболее агрессивной политики ценообразования за счет способности привлекать на счета дешевые средства клиентов: так, во 2 кв. поступило 491 млрд руб. от физлиц и 380 млрд руб. от юрлиц (в сумме +4,8% кв./кв.), однако процентные расходы у банка сократились на 4,7% (по-видимому, большая часть средств была получена под нулевую ставку, стоимость фондирования снизилась на 20 б.п. до 4,2%). По нашему мнению, такой большой приток дешевой ликвидности в Сбербанк, который помимо статуса государственного еще имеет и сильные автономные кредитные метрики, является индикатором низкого уровня доверия клиентов к другим банкам (кроме того, госкомпании размещают свои средства в основном в госбанках), в т.ч. и некоторым системообразующим. Чистая процентная маржа поднялась на 20 б.п. до 6% (одна из самых высоких для крупных универсальных банков РФ). Однако все увеличение чистого процентного дохода было нивелировано отчислениями в резервы (+32,4% кв./кв.), стоимость риска возросла на 40 б.п. до 1,9%.

**Украинский риск продолжает реализовываться в просрочке**

Рост просроченной задолженности по депозитам, размещенным в банках-нерезидентах, продолжился: она увеличилась с 20,5 млрд руб. до 50,8 млрд руб. (данные РСБУ), при этом резервы повысились на 21,5 млрд руб. до 35,5 млрд руб. Насколько мы понимаем, эта просроченная задолженность связана с санкциями Украины против "дочек" российских банков с государственным капиталом, работающих на территории Украины, запрещающих им выводить капитал за пределы страны (вернуть эти средства станет возможно после планируемой продажи украинского дочернего банка, которая пока остается под вопросом).

**Дивиденды и кредитный рост оказали давление на достаточность капитала**

Сильный рост показателя RWA (на 6,5% кв./кв.) и выплата дивидендов (135,5 млрд руб., или 25% от чистой прибыли за 2016 г.) оказали давление на достаточность капитала 1-го уровня (- 50 б.п. до 12,7% по Базель 1 на основе МСФО). По РСБУ в соответствии с Базель 3, показатель Н1.0 во 2 кв. опустился на 82 б.п. до 14,06%, на 1 августа он составлял 13,9% (при допустимом минимуме 8%, без учета надбавок за системную значимость). В целом достигнутый возврат на собственные средства по Базель 3 (ROE - 19,6% по итогам 7М 2017 г.) позволяет банку естественным образом повышать достаточность капитала (прирост кредитования ожидается г./г. не более чем на 10%) и снижает риск для держателей субординированных облигаций банка. Однако менеджмент не считает, что у банка есть избыток капитала, принимая во внимание переход в отчетности МСФО на Базель 2 (учет операционного риска в расчете RWA) и применение IFRS 9.

### Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2017	31 марта 2017	изм.
Активы, в т.ч.	25 754,7	24 655,4	+4%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	19 030,7	18 168,0	+5%
розничные	5 203,4	5 045,6	+3%
корпоративные	13 827,3	13 122,4	+5%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,6%	4,7%	-0,1 п.п.
Депозиты клиентов	13 718,9	13 220,2	+4%
Текущие счета клиентов	5 195,2	4 822,8	+8%
Собственный капитал	3 040,4	2 958,9	+3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,0%	16,6%	-0,6 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2017	1 кв. 2017	изм.
Чистый процентный доход до резервов	357,6	336,6	+6%
Чистый комиссионный доход	94,9	80,4	+18%
Операционные доходы	392,3	355,2	+10%
Чистая прибыль	185,6	166,6	+11%
Чистая процентная маржа	6,0%	5,8%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Основной причиной прироста кредитного портфеля стала валютная переоценка, в то время как рублевое кредитование выросло всего на 2,3% кв./кв. (до 11,27 трлн руб.), а долларовое - на 1,8% кв./кв. (до 64,85 млрд долл.). Отметим, что в предыдущие два квартала наблюдался спад кредитования (экономические условия не способствуют спросу на кредиты). Наибольшая кредитная активность приходится на розничный сегмент (ипотека и потребительские кредиты). Такая динамика согласуется с планами нарастить портфель всего на 5-7% по итогам 2017 г.

**Без признаков  
улучшения качества  
кредитов**

Показатель NPL 90+ вырос на 32,7 млрд руб. до 883,7 млрд руб. (4,6% портфеля) при почти нулевых списаниях. Признаком ухудшения качества портфеля является рост реструктурированных кредитов (на 55,6 млрд руб.) одновременно с увеличением показателя NPL 90+ по ним (на 28,3 млрд руб.). Таким признаком является и рост кредитов на ранней стадии просрочки NPL 1-90 (+18% до 430 млрд руб.). В сравнении с NPL 90+ объем резервов (1,41 трлн руб., 7,4% портфеля) не выглядит избыточным, учитывая, что NPL 90+ в сумме с реструктурированными кредитами (без NPL 90+) занимает 9,6% портфеля.

**Сбербанк снизил  
объемы покупки ОФЗ  
в пользу  
корпоративных  
облигаций**

Во 2 кв. 2017 г. Сбербанк нарастил вложения в ОФЗ всего на 7 млрд руб., при этом весь портфель ценных бумаг увеличился всего на 386,6 млрд руб., главным образом, за счет корпоративных облигаций. Таким образом, со 2П 2016 г. он перестал выступать ключевым покупателем ОФЗ, чистое размещение которых во 2 кв. 2017 г. составило 164 млрд руб.

С рублевых счетов юрлиц произошел отток средств в размере 51,5 млрд руб., который был компенсирован притоком 200 млрд руб. на счета физлиц. По валютным счетам (долл. и евро): корпорации принесли 5,3 млрд долл. Этого притока средств оказалось достаточно для финансирования как рублевого, так и валютного кредитования. Избыточная валютная ликвидность размещалась на междилерском рынке (через своп привлекались дешевые рубли с последующим размещением на рублевых МБК).

**Выпуски Сбербанка  
предлагают большую  
премию к суверенной  
кривой**

Кредитные спреды выпусков Сбербанка к суверенной кривой с начала лета расширяются: так, спред SBERRU 23 - Russia 23 достиг 135 б.п. Широкий спред SBERRU 24 - SBERRU 23 (исходя из YTM) на уровне 122 б.п. отражает уверенность инвесторов в том, что call-опцион в 2019 г. будет исполнен (из-за отсутствия потребности в капитале и повышения долларовой ставки). Выпуск SBERRU 24 предлагает YTC 4,07% @ 2019 г., что предполагает премию более 127 б.п. к старшему выпуску SBERRU 19 (@5,18%). Рекомендуем покупать SBERRU 24, 23.

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

## ПМХ (ранее группа Кокс): рост по графику

По итогам 1П 2017 г. продолжилось улучшение финансовых результатов компании по МСФО за счет роста цен на коксующийся уголь (квартальное, а не спотовое ценообразование) и чугуна при снижении объемов добычи угля п./п. на 10,5% (на фоне высокой базы 2П из-за перемонтажа лав, запуск шахт им. Тихова и Бутовской в мае-июне еще не сказался на результатах) и увеличении выплавки чугуна на 7% п./п.

Выручка выросла на 20% п./п. до 43,4 млрд руб., EBITDA - на 28% п./п. до 9,3 млрд руб., рентабельность по EBITDA - с 20% во 2П 2016 г. до 21,4%. Замедление темпов роста показателей (для сравнения - во 2П 2016 г. рост EBITDA составил 60% п./п., рентабельности - 4 п.п.) произошло в результате сужения спреда чугун-сырье. Так, в сегменте "уголь" рентабельность повысилась с 35% до 49%, в сегменте "кокс" - осталась на уровне 16%, а в сегменте "руда и чугун" - упала с 8% до 4%.

Операционный денежный поток снизился на 29% п./п. до 4,8 млрд руб. из-за инвестиций в оборотный капитал в объеме 3,2 млрд руб. (увеличение дебиторской задолженности в результате роста цен и экспортных продаж, во 2П такого увеличения оборотного капитала не ожидается), при этом капвложения составили 4,5 млрд руб. при годовом плане 8 млрд руб.

Основным положительным моментом является рефинансирование краткосрочного долга выпуском евробонда IMHRUS 22 (номиналом 500 млн долл.): теперь он составляет 6,5 млрд руб. (23,8 млрд руб. на начало года) и покрывается накопленными денежными средствами. Долговая нагрузка продолжила снижение в 1П до 3,1х Чистый долг/EBITDA, ковенантный показатель - 2,7х (именно он используется для расчета ковенант по евробондам и всем кредитам ПМХ).

В 1П группа продолжила выдачу займов сталеплавильному проекту Тулачермет-Сталь (запуск запланирован на конец года) - на 617 млн руб., включая накопленные проценты, во 2П объем займов вырастет до 2 млрд руб. (по нашим расчетам, этих средств будет достаточно для запуска проекта, из 44 млрд руб. инвестировано 24 млрд руб., невыбранный объем банковских кредитов по проекту - 17 млрд руб.) и не приведет к росту долговой нагрузки. Комплекс будет основным потребителем чугуна компании, при этом предусматривается рыночное формульное ценообразование. Мы ожидаем, что во 2П 2017 г. результаты поддержит рост выпуска угля за счет ввода в мае-июне новых мощностей (повышение качества угля, самообеспеченность вырастет с 45% до 60% к концу года), а также возобновившийся рост цен на чугун и сырье.

IMHRUS 22 торгуется с YTM 6,28%, учитывая благоприятную рыночную конъюнктуру (по крайней мере, до конца года), мы не исключаем дальнейший рост котировок бумаг эмитента. Покупка бумаг может быть интересна в рамках реализации высокорисковой стратегии.

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

## АФК Система: снижение суммы иска принципиально не скажется на рисках

Вчера Арбитражный суд Республики Башкортостан частично удовлетворил иск Роснефти, Башнефти и Республики Башкортостан к АФК Система в сумме 136,3 млрд руб., снизив начальные требования истцов на 34,3 млрд руб. Система будет обжаловать решение в апелляционном суде, и оно не вступит в силу до вынесения вердикта последним.

С учетом уменьшения суммы иска мы скорректировали расчеты потенциального влияния выплаты Системой штрафа при различных сценариях на ее долговую нагрузку (см. комментарий от 29 июня 2017 г.). Мы также учли сальдо полученных и выплаченных дивидендов в течение 3 кв. 2017 г. в размере примерно 7 млрд руб. В случае привлечения внешнего финансирования отношение чистого долга к нормализованным дивидендам вырастет с 2х до 5,9х (в изначальном варианте было 6,9х), что по-прежнему превышает порог текущего рейтинга по методологии Fitch (4,5х). По критериям S&P отношение чистого долга к стоимости портфеля составит примерно 40%, а коэффициент покрытия окажется ниже 1х, что, как и в изначальном варианте, не соответствует текущему рейтингу.

В случае необходимости продажи пакета МТС, с учетом сниженной суммы иска и сальдо дивидендов, Системе придется продать не 32% оператора, как в сценарии с размером иска в 170,6 млрд руб., а 22%. В таком случае отношение чистого долга к нормализованным дивидендам снизится ниже 4х, что соответствует текущему рейтингу Fitch, отношение чистого долга к стоимости портфеля будет ниже 20%, что удовлетворяет критериям рейтинга S&P, но коэффициент покрытия все равно окажется ниже 1х. В случае продажи прочих активов снижение суммы иска позволит Системе сохранить, к примеру, свою долю в Детском мире или Сегеже. Как мы отмечали ранее, в таком случае рисков для кредитных рейтингов меньше, но технически продажа разнородных непубличных активов гораздо труднее осуществима, чем продажа долей в компаниях, торгуемых на биржах. В целом получается, что снижение суммы иска принципиально не меняет рисков для рейтингов, поскольку рейтинговые критерии при различных сценариях оказываются достаточно близки к значениям изначальной суммы иска, однако это может упростить привлечение Системой средств для удовлетворения требований.

С появления судебного иска котировки бондов AFKSRU 19 обесценились на 20 п.п. до 87% от номинала. С начала августа произошло восстановление котировок до 92,5% от номинала, что соответствует УТМ 12,2% при ожидаемой долговой нагрузке эмитента чуть ниже 4х в терминах отношения чистого долга корпоративного центра к дивидендам (в случае продажи пакета МТС). Для сравнения - облигации IMHRUS 22 имеют УТМ 6,28%, при этом долговая нагрузка эмитента составляет 3,1х (Чистый долг/ЕБИТДА). Основной вопрос состоит в том, каким будет финальное решение по текущему иску и будут ли поданы дополнительные иски против АФК Система.

**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

Статистика ФТС: "низкий" старт экспорта во 2 кв. 2017 г.

Потребление на пороге роста

Восстановление экономики требует роста импорта

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

### Рынок облигаций

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

### Валютный рынок

Рублевая цена на нефть вновь на локальном минимуме

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

### Инфляция

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий ЦБ добавляет аргументов в пользу снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ удивил ускорением снижения ставки

### Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

### Бюджетная политика

Бюджет недополучит дивиденды от основных госкомпаний

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

### Банковский сектор

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов



# #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.