



27 ноября 2015 г.

Мировые рынки

Нефть оказалась под давлением китайского рынка

Китайский индекс акций (SHCOMP) вчера обесценился на 5,5%, что стало следствием обеспокоенности инвесторов в отношении проверки регулятором ряда крупных брокерских компаний, которые подозреваются в причастности к незаконному выводу капитала из страны (по некоторым оценкам, 125 млрд долл.). Кроме того, вышел слабый отчет по прибыли промышленного сектора Китая, которая в октябре сократилась на 4,6% г./г. (напомним, что сильный спад также был в августе -8,8% г./г.). Негативное влияние на рынок нефти (котировки Brent ушли ниже 45 долл./барр.) также оказало сообщение о возобновлении Ливией добычи нефти на месторождениях Sharara и Elephant, которые могут дать 440 тыс. барр. в сутки. От более сильного снижения цен на нефть удерживает предстоящее на следующей неделе заседание стран ОПЕК, на котором Саудовская Аравия может предпринять шаги по стабилизации нефти.

Банковская система

Налог на валютные депозиты?

23 ноября Президент РФ подписал ФЗ №320 "О внесении изменений в часть вторую налогового кодекса РФ", в котором, помимо всего прочего, с 1 января 2016 г. отменяется освобождение от НДФЛ (п. 27 ст. 217 НК) процентов по вкладам в инвалюте, ставка по которым не превышает 9% годовых. Однако, насколько мы понимаем, соответствующих изменений в п. 2 ст. 224 НК (где определяются налоговые ставки и налоговая база) сделано не было, то есть формально налогообложению по-прежнему подлежит только та часть процентного дохода, которая превышает 9% годовых. В случае если все-таки будет применен налог 35% ко всем валютным депозитам вне зависимости от начисляемой по ним процентной ставки, влияние на валютную ликвидность будет, скорее всего, умеренно негативным. Отметим, что в настоящий момент одним из основных факторов, выступающих в пользу накоплений в валюте, являются низкие относительно инфляции ставки по рублевым депозитам, а также риск ослабления рубля. Как следствие, мы не исключаем, что реакцией некоторых физлиц, располагающих крупными сбережениями, может стать покупка евробондов. В результате у некоторых банков, у которых велика доля крупных валютных депозитов (в основном у небольших банков), может произойти отток валютной ликвидности с клиентских счетов (в иностранную юрисдикцию), что несколько повысит ее стоимость в целом по банковской системе (для системы отток валюты из-за налога будет незначительным). В отношении бюджета РФ этот налог сформирует дополнительный доход в размере 650-815 млн долл. в год, мы исходим из средней ставки по депозитам (их объем составляет 93,1 млрд долл.) на уровне 2-2,5%. Для сравнения обслуживание внешнего суверенного долга РФ (евробонды) обходится в 3,1 млрд долл.

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: жизнь налаживается

АФК Система (BB/B1/BB-) опубликовала сильные финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. по МСФО, продемонстрировав как ускорение роста выручки и OIBDA дочерних компаний, так и снижение расходов и долговой нагрузки корпоративного центра. Консолидированная выручка выросла на 14% г./г., благодаря ускорению роста МТС, консолидации Segezha Group в 4 кв. 2014 г. и опережающему росту Детского Мира. OIBDA выросла на 7% г./г., благодаря развивающимся активам, в то время как МТС и МТС Банк оказали негативное влияние на показатель рентабельности. Расходы корпоративного центра снизились с 1,4% от выручки в 3 кв. 2014 г. до 0,9%. Долг Корпоративного центра вырос существенно - на 27 кв./кв. до 88 млрд руб., из которого лишь 7 млрд руб. гасится в 2015 г., 22 млрд руб. - в 2016 г., по 14 млрд руб. в 2017 и 2018 гг., что в сравнении с денежной позицией (47,9 млрд руб., благодаря дивидендам от дочерних компаний в размере 20,1 млрд руб.) не представляет риска для рефинансирования. В то же время, существенный риск ликвидности возникает для компании в 2016 г. в связи с опционом Росимущества на продажу АФК Системе 17,4% доли в SSTL (минимум за 777 млн долл., или ~51 млрд руб. по текущему курсу). Во время телеконференции компания не представила деталей о планируемой реструктуризации этого опциона, поскольку сделка еще не закрыта, однако, по данным СМИ, выплаты по опциону будут рассрочены на 5 лет, первый объем - 25%, потом 20%, затем по нисходящей, общая сумма оценивается в 750 млн долл., что, очевидно, положительно для компании. Кроме того, в 4 кв. 2015 г. Система приобрела группу Кронштадт, специализирующуюся на выпуске высокотехнологичных продуктов для авиастроения, оборонной промышленности, безопасности, транспорта и освоения природных ресурсов за 4,8 млрд руб., увеличила долю в Медси на 25% до 100% за 6,1 млрд руб. и заключила соглашение с индийской группой Reliance Communications об объединении активов, что, однако, не отменяет реализацию Росимуществом пут-опциона. Выпуск AFKSRU 19 котируется со спредом 50-70 б.п. к бумагам MOBTEL 20, что, по нашему мнению, является справедливым.

ФСК: снижение расходов продолжается. См. стр. 2

ФСК: снижение расходов продолжается

ФСК (BB+/Ba1/BBB-) в четверг впервые опубликовала квартальную отчетность по МСФО (за 9М 2015 г.). Компания продолжает работать над сдерживанием роста издержек, демонстрируя, на наш взгляд, неплохие результаты. ФСК по-прежнему ожидает утверждения обновленной инвестиционной программы на 2016-2020 гг., сокращение которой должно существенно снизить потребности компании в дополнительном финансировании, вызванные отрицательными значениями свободного денежного потока, скорректированного на величину выплаченных процентов.

Ключевые финансовые показатели ФСК

В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2015	3 кв. 2014	изм.
Выручка	40,8	39,8	+3%
Скоррект. EBITDA	28,7	26,6	+8%
Рентабельность по EBITDA	70,5%	66,9%	+3,7 п.п.
Чистая прибыль	14,6	11,3	29%
Чистая рентабельность	35,7%	28,3%	+7,4 п.п.
Операционный поток	25,2	25,4	-1%
Инвестиционный поток	-4,0	-18,2	-
Свободный денежный поток на акционерный капитал	-5,0	9,8	-
В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	283,8	263,0	+8%
Краткосрочный долг	21,0	29,7	-29%
Долгосрочный долг	262,8	233,3	+13%
Чистый долг	218,0	220,7	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM	2,1x	2,1x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост тарифа с 1 июля 2015 г. позволил увеличить выручку

По итогам 1П 2015 г. выручка ФСК снизилась, однако в 3 кв. ситуация изменилась на фоне роста тарифа на передачу электроэнергии на 7,5% с 1 июля 2015 г., а также в связи с существенным ростом платы за технологическое присоединение к сетям по сравнению с аналогичным периодом 2014 г.

Операционные расходы по-прежнему под контролем

Мы продолжаем отмечать результативность программы сокращения издержек ФСК. Так, операционные расходы компании без учета неденежных/разовых статей и расходов по налогу на имущество (существенно увеличиваются в связи с плановой постепенной отменой льготы по налогу на имущество для объектов сетевого хозяйства) в 3 кв. 2015 г. выросли г./г. на 2%, а по итогам 9М 2015 г. снизились на 0,3%.

Инвестпрограмма на 2016-2020 гг. по-прежнему на утверждении

ФСК по-прежнему ожидает утверждения долгосрочной инвестиционной программы на 2016-2020 гг. Опубликованный на сайте ФСК проект корректировки инвестиционной программы компании не предполагает существенных объемов привлечений нового долга и выглядит относительно сбалансированно. Мы полагаем, что с высокой долей вероятности логика финансовой модели, лежащей в основе данного проекта инвестпрограммы, будет сохранена, а дополнительные инвестиции будут осуществляться в случае, если будет найден дополнительный нерыночный источник финансирования (как, к примеру, средства ФНБ на проект БАМ-Транссиб).

Обращающиеся рублевые облигации эмитента неликвидны и котируются со спредом к кривой ОФЗ ~100-120 б.п., что выглядит дорого. Наша рекомендация от 28 августа покупать рублевые евробонды FEESRM 19 реализовалась: доходность снизилась с YTM 13,1% до YTM 11,7%. В настоящий момент мы нейтрально смотрим на рублевые облигации (существенным риском является то, что учтенные в ценах ожидания по снижению ключевой ставки могут не реализоваться).

27 ноября 2015 г.

Федор Корначев
fedor.kornachev@raiffeisen.ru
+7 495 221 9851

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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

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

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#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.