



29 августа 2016 г.

Мировые рынки

"Ястребы" готовы к полету, но лишь на малой высоте

На прошлой неделе на конференции в Джексон-Хоул, несмотря на ее традиционно академический стиль, прозвучало много интересных практических выводов. По мнению Дж. Йеллен, текущие низкие долларové процентные ставки представляют риск, поскольку присутствует лишь небольшой запас для смягчения денежно-кредитной политики в случае наступления рецессии. Отметим, что, согласно последним данным, во 2 кв. ВВП вырос всего на 1,1% в годовом выражении, при этом основной вклад в рост вносят относительно высокие расходы потребителей +4,4% (это, скорее всего, является следствием низких ставок, без чего ситуация была бы хуже). Также, по мнению главы ФРС, при текущих инфляционных рисках (инфляция, несмотря на триллионные вливания в экономику, до сих пор остается (+0,8% г./г. в июле) существенно ниже целевых 2%) адекватным уровнем долгосрочной ключевой ставки является 3%, для сравнения - ее среднее значение в 1965-2000 гг. составило 7% (по-видимому, это и является новой нормальностью). Было отмечено, что для улучшения ситуации в экономике (возврата к старой нормальности) необходимо повышать производительность (за которой следуют снижение импорта, повышение сбережений и внутренних инвестиций не за счет заемного капитала), а это невозможно сделать монетарными инструментами (упоминалась необходимость участия правительства). Таким образом, по крайней мере, косвенно признается тот факт, что посредством мер ФРС можно лишь повысить потребительские расходы (за счет экономии на обслуживании кредитов), а это не гарантирует ускорение роста ВВП, при этом причиной текущей ситуации являются структурные дисбалансы американской экономики (дефицит федерального бюджета, отрицательное сальдо счета текущих операций). Относительно краткосрочного периода глава ФРС заявила, что за последние месяцы усилились основания для повышения ставки. Эти высказывания (как в части долгосрочной, так и краткосрочной политики) были восприняты участниками рынка, как готовность ФРС повысить ставку, по крайней мере, на 25 б.п. до конца этого года (по фьючерсам это событие произойдет с вероятностью 65% против 52% в начале прошлой недели). Доходность 10-летних UST выросла на 6 б.п. до 1,63%.

Валютный и денежный рынок

Налоговый период остался незамеченным для ставок

Налоговый период прошел для денежного рынка безболезненно, роста ставок не произошло: RUONIA колебалась в диапазоне 10,1-10,3%. Основные выплаты в бюджет (НДС 22 августа, НДСП и экспортные пошлины 24-25 августа) послужили источником оттока ликвидности в объеме 620 млрд руб., однако ЦБ ожидаемо увеличил объем недельного РЕПО на аукционе 23 августа со 100 до 320 млрд руб. Несмотря на это аукцион завершился более чем с 1,5х переспросом, средневзвешенная ставка составила 10,95%, почти на 50 б.п. превысив ключевую ставку. В итоге для дополнительного финансирования банкам пришлось использовать часть свободных средств на счетах в ЦБ (70 млрд руб. в пик налоговых выплат). В то же время объем относительно дорогого фиксированного РЕПО с ЦБ (11,5%) снизился до незначительных 20 млрд руб. (большую часть августа 100-360 млрд руб.). На текущей неделе с завершением налогового периода бюджетные изъятия существенно сократятся, и вполне можно ожидать чистого притока ликвидности – предстоят лишь незначительные выплаты по налогу на прибыль. Вместе с тем, в отсутствие напряженности с рублевой ликвидностью мы ожидаем снижения объемов на завтрашнем аукционе РЕПО (вероятно, на 100 млрд руб.), несмотря на окончание налогового периода. В результате мы полагаем, что ставка Mosprime локализуется вблизи ключевой (10,5%), а RUONIA продолжит котироваться с дисконтом в 20-30 б.п.

Рынок корпоративных облигаций

Банк Санкт-Петербург: под давлением стоимости риска. См. стр. 2

Результаты Банка Санкт-Петербург (-/В1/ВВ-) по МСФО за 2 кв. 2016 г. оказались несколько хуже 1 кв. На фоне более-менее стабильного дохода от операций на финансовых рынках негативное влияние на результат оказали обесценение долгосрочных активов, удерживаемых до погашения, и повышение операционных расходов. Менеджмент ухудшил свой прогноз по стоимости риска с 2,5-3% до 3-3,5% (как следствие, чистая прибыль в 2016 г. не превысит 6 млрд руб., при полученных 2 млрд руб. в 1П). На 1 августа по РСБУ показатель Н1.0 составлял 13,87% (при минимуме 8%), что транслируется в способность банка абсорбировать убыток в размере 29 млрд руб. (это в 2 раза покрывает разницу между обесцененными кредитами и созданным резервом). Мы сохраняем рекомендацию покупать старые суборды STPETE 17 с YTM 5,4% и STPETE 18 с YTM 6,5%.

СИБУР: нефтехимия перевесила топливно-сырьевой сегмент. См. стр. 2

Банк Санкт-Петербург: под давлением стоимости риска

Операционные издержки и стоимость риска ухудшили результат

Результаты Банка Санкт-Петербург (-/B1/BB-) по МСФО за 2 кв. 2016 г. оказались несколько хуже 1 кв.: чистая прибыль уменьшилась на 343 млн руб. до 826 млн руб., что соответствует ROAE на уровне 5,68% (против 8,2% в 1 кв.). Расширение чистой процентной маржи (на 22 б.п. до 4,01%) было полностью нивелировано ростом отчислений в резервы (на 28 б.п. до 3,49% в терминах стоимости риска), в результате чистый процентный доход практически не изменился. На фоне более-менее стабильного дохода от операций на финансовых рынках (с производными инструментами, валютой, долговыми ценными бумагами, общая позиция в них составляет 131 млрд руб.), который составил 1,2 млрд руб., негативное влияние на результат оказали 1) обесценение долгосрочных активов, удерживаемых до погашения, на сумму 348 млн руб. и 2) повышение операционных расходов на 237 млн руб.

Кредитная активность осталась низкой, как и в целом по системе: снижение объемов продолжилось по всем сегментам за исключением ипотеки (+4,4%) и инвестиционных кредитов (+3,3%). Негативным моментом представленных данных является увеличение NPL 90+ на 9,7% до 22,4 млрд руб., что, однако, с запасом покрывается резервами (40,7 млрд руб.). Менеджмент ухудшил свой прогноз по стоимости риска с 2,5-3% до 3-3,5%.

Сохраняется запас по капиталу

Повышение RWA из-за торговой позиции (в частности, был куплен выпуск Russia 26 в объеме 2,2 млрд руб.), снижение капитала 2-го уровня из-за валютной переоценки субордов и дивиденды, уплаченные в размере 460 млн руб., привели к небольшой просадке достаточности капитала (на 28 б.п. до 15,64% по Базель 1 на основе МСФО). На 1 августа по РСБУ показатель Н1.0 составлял 13,87% (при минимуме 8%), что транслируется в способность банка абсорбировать убыток в размере 29 млрд руб. (это в 2 раза покрывает разницу между обесцененными кредитами и созданным резервом). Менеджмент не ожидает ROAE выше 10% в этом году, что означает получение чистой прибыли не более 6 млрд руб. за 2016 г. (лишь 2 млрд руб. было заработано в 1П, что близко к доходу от операций на финансовых рынках).

Мы сохраняем рекомендацию покупать старые суборды STPETE 17 с YTM 5,4% и STPETE 18 с YTM 6,5%.

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

СИБУР: нефтехимия перевесила топливно-сырьевой сегмент

Результаты оцениваем нейтрально

СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 1П 2016 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Относительно предыдущего 2П 2015 г. выручка снизилась на 1% п./п., EBITDA - на 8% п./п., рентабельность по EBITDA - на 2,5 п.п. до 33,3%.

При снижении цен на нефть (-17% п./п. в долл.) и, соответственно, на производные сырьевые продукты (нафта (-2%), СПГ (-30%)) существенно снизились выручка (-11% п./п.) и EBITDA (-29% п./п.) топливно-сырьевого дивизиона, тогда как эти показатели в нефтехимии выросли (+8,5% п./п. и +32% п./п.) (но не нивелировали снижение в топливно-сырьевом сегменте) благодаря наращиванию объемов продаж по всем ключевым видам продукции (+13% по базовым полимерам, +15% по синтетическим каучукам, +7% по пластикам и продукции органической химии) и более устойчивым ценам, которые имеют значительно меньшую зависимость от цен на нефть, что привело, в том числе, к расширению ценового спреда и росту рентабельности нефтехимии. Ослабление рубля (на 9% п./п.) поддержало результаты: снижение цен в рублях было менее выраженным, чем в долларах.

Долговая нагрузка практически без изменений

Долговая нагрузка за 1П 2016 г. практически не изменилась, составив 2,2х Чистый долг/EBITDA. Краткосрочный долг (43,1 млрд руб.) полностью покрывается накопленными денежными средствами (69,4 млрд руб.). Кроме того, по данным компании, на 1 августа СИБУРу доступны подтвержденные кредитные линии на 147 млрд руб. и неподтвержденные - на 111 млрд руб., при этом в 2016 и 2017 гг. компании предстоит погасить лишь по 18 млрд руб. в

год, в 2018 г. - 75 млрд руб., тогда как большая часть гасится после 2025 г.

Ключевые финансовые показатели СИБУРа

В млн руб., если не указано иное	1П 2016	2П 2015	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	196 124	198 455	-1%	196 124	181 397	+8%
ЕБИТДА	65 380	71 013	-8%	65 380	64 622	+1%
Рентабельность по ЕБИТДА	33,3%	35,8%	-2,5 п.п.	33,3%	35,6%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	63 273	-14 826	-	63 273	21 331	+3,0x
Операционный поток	59 865	61 019	-2%	59 865	58 059	+3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-88 867	-19 453	+4,6x	-88 867	-102 288	-13%
Капвложения	-83 558	-49 949	+67%	-83 558	-30 537	+2,7x
Финансовый поток	-76 680	116 052	-	-76 680	28 750	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	367 984	457 149	-19%
Краткосрочный долг	43 108	47 745	-10%
Долгосрочный долг	324 876	409 404	-21%
Чистый долг	298 607	285 066	+5%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,2x	2,1x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 2016 г. ожидается существенный рост капвложений

Операционный денежный поток незначительно снизился - на 2% относительно 2П 2015 г. до 59,9 млрд руб. при высвобождении 329 млн руб. из оборотного капитала (против инвестиций в 2,4 млрд руб. во 2П 2015 г.); его было недостаточно для финансирования капвложений в объеме 83,5 млрд руб. (основная часть - проект ЗапСиб-2, вышедший на строительную фазу), которые выросли на 67% п./п. и частично были профинансированы из денежных средств на счетах компании (ранее были получены от ФНБ на реализацию ЗапСиб-2). Напомним, в 2016 г. компания планирует удвоить инвестиции до 147,5 млрд руб. По нашим оценкам, это может привести к временному росту долговой нагрузки в 2016 г. до 2,5x Чистый долг/ЕБИТДА.

Бонды SIBUR 18 торгуются с УТМ 3,01%, более интересной альтернативой мы считаем выпуски Газпрома, номинированные в евро, GAZPRU 18 (@3,7%) с УТМ 3,44% и GAZPRU 18 (@4,625%) с УТМ 3,73%. Для менее консервативных инвесторов мы рекомендуем бумаги VIP 20 (@6,25%), предлагающие УТМ 4,71%.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

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	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	Тинькофф 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
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.