



30 ноября 2016 г.

Мировые рынки

Участники готовы идти ва-банк в нефтяном "покере", но проиграть могут все

По итогам предварительных переговоров странам ОПЕК так и не удалось достичь компромисса в вопросе сокращения добычи на 1,2 млн барр. в сутки до 32,5-33 млн барр., как предполагалось на переговорах в Алжире 28 сентября (что и стало причиной роста котировок нефти). Так, Иран и Ирак не готовы сокращать добычу, в то время как Саудовская Аравия при установлении квот по странам готова делать исключения только для Ливии и Нигерии. В СМИ уже проводятся аналогии переговоров с игрой в покер: каждый участник думает или делает вид, что остальные больше заинтересованы в сокращении добычи и больше пострадают в случае провала переговоров. Это игра "на грани фолла", в случае реализации которого пострадает большинство стран-производителей нефти (особенно те, кто имеет фиксированный валютный курс и высокую долю нефтяных доходов в бюджете), т.к. котировки нефти могут упасть до 30-40 долл./барр. (в этом диапазоне цены находились в начале этого года до появления сообщений о возможной заморозке/сокращении добычи нефти). В результате на сегодняшних переговорах в Вене, скорее всего, не будет выработано всеобъемлющего соглашения с четким распределением квот, а вместо этого могут быть сделаны некие общие заявления о намерениях. Реакция рынка будет зависеть от того, насколько убедительными они окажутся. На американских рынках наблюдается снижение волатильности: доходности 10-летних UST сократились на 4 б.п. до YTM 2,3% (провал переговоров ОПЕК снизит инфляционные ожидания). Выход сильных данных по ВВП США (+3,2% в 3 кв. в годовом выражении) поддержал американские индексы вблизи исторических максимумов.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: хорошая возможность получить RUONIA с премией. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

ПСБ: экономия на резервах позволила выйти в ноль. См. стр. 3

ЛУКОЙЛ: снижение добычи не мешает росту свободного потока. См. стр. 4

Мечел: предвкушает хорошие результаты

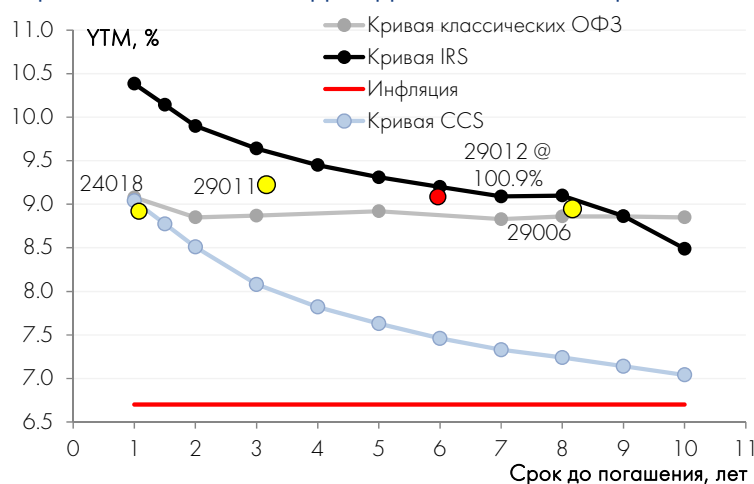
Мечел (-/-/-) опубликовал операционные и финансовые показатели по МСФО за 3 кв. и 9М 2016 г., которые мы оцениваем нейтрально. Резкий рост контрактных цен на коксующийся уголь (сокращение добычи в Китае - переход на 276 рабочих дней из-за экологии и перебои поставок из Австралии из-за недоинвестирования в предыдущие годы) произошел в основном уже в 4 кв. (с 92 до 200 долл./т, а в ноябре спотовые цены превысили 300 долл./т) и не нашел отражения в результатах, но позволяет надеяться на их существенный рост, как минимум, в течение следующих 2 кварталов. Тем не менее, несмотря на падение объемов продаж угля в 3 кв. (-10% кв./кв. концентрат коксующегося угля, -7% кв./кв. угли PCI) из-за дефицита подвижного состава в Кузбассе и ограничения приема угля в течение 2 мес. на дальневосточные порты, повышение цен на угольную продукцию в 3 кв. (+23% кв./кв. коксующийся уголь, +13% кокс, +3% PCI, +38% энергетический уголь) привело к росту EBITDA сырьевого сегмента на 22% кв./кв. и рентабельности - с 28% до 34%, что и поддержало общие результаты, т.к. в стальном сегменте из-за временной коррекции цен и снижения объемов производства в результате плановых ремонтов EBITDA упал на 20% кв./кв., рентабельность - с 18% до 15%. В целом за 3 кв. общий показатель EBITDA вырос лишь на 1% кв./кв., рентабельность - на 1 п.п. до 24%. Без учета штрафов и пеней (5,2 млрд руб.) генерируемый уровень EBITDA по итогам 9М покрывает процентные платежи. Но Чистый долг по-прежнему остается на высоком уровне (464 млрд руб.), а его отношение к LTM EBITDA - 9,0х, по нашим оценкам. Реструктурированные выпуски (Мечел-17, 18, 19), которые в начале года торговались на уровне 60% от номинала, сейчас торгуются на уровне 85-87% от номинала, что предполагает большую уверенность инвесторов, что эмитент исполнит свои обязательства (эта уверенность подкрепляется недавним скачком цен на уголь).

Аукционы ОФЗ: хорошая возможность получить RUONIA с премией

На сегодняшних аукционах Минфин предложил классические 5-летние 26217 в объеме 10 млрд руб. и бумаги нового 6-летнего выпуска 29012 с плавающей ставкой купона (6M RUONIA + 40 б.п.) в объеме 20 млрд руб. На аукционе на прошлой неделе бумаги 26217 были размещены в полном объеме лишь благодаря предоставленной премии 5 б.п. при отсечке YTM 8,87%. За неделю кривая доходностей ОФЗ сдвинулась вверх на 8-13 б.п., при этом ее наклон немного увеличился. Вчера последние сделки в выпуске 26217 и в близких по сроку до погашения 26205 и 26209 проходили с YTM 8,9-8,99%. Основной причиной продолжения коррекции является ослабление рубля (хоть и весьма умеренное), а также некомфортная ситуация на денежном рынке (спред RUONIA над ключевой ставкой превышает 30 б.п.). Учитывая сохранение большой неопределенности относительно итогов переговоров по ограничению добычи нефти (в случае провала рынок нефти может сильно скорректироваться), покупка 26217 может представлять интерес лишь с премией к рынку 10 б.п. по доходности (по цене не выше 94,85% от номинала).

В текущих условиях лучшим выбором являются бумаги с плавающей ставкой купона (высокие ставки купона при стабильных ценах). По сроку до погашения выпуск 29012 находится между 29011 и 29006, которые в настоящий момент оцениваются рынком с премией 0 б.п. и 50 б.п. к 6M RUONIA, то есть справедливая цена 29012 составляет 100,9% от номинала (что соответствует 6M RUONIA + 25 б.п.). Однако стоит учесть, что установленная ставка первого купона по 29012 (10,74% годовых) является самой низкой среди всех плавающих выпусков, находящихся сейчас в рынке (например, у 29006 11,9%). Кроме того, должен быть ценовой дисконт за дебют. Мы рекомендуем выставлять заявки не выше номинала.

Оценка синтетических доходностей плавающих ОФЗ



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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

ПСБ: экономия на резервах позволила выйти в ноль

Выход из убытка...

Промсвязьбанк (ВВ-/ВаЗ/-) опубликовал отчетность по МСФО за 3 кв. 2016 г., которую мы оцениваем нейтрально: банку удалось сработать почти в ноль (+140 млн руб.) в отличие от предшествующего квартала, когда без вливания в капитал убыток составил бы 7 млрд руб. Выйти из убытка позволило снижение отчислений в резервы (на 48% до 5,87 млрд руб.), а также расширение чистой процентной маржи (на 30 б.п. до 2,4%), что транслировалось в рост чистого процентного дохода (на 0,9 млрд руб.).

... не удержал достаточность капитала от снижения

Прирост RWA (+3%) в связи с увеличением кредитования (+1,9%) и позиции в ценных бумагах (+24,5%) оказал давление на капитал: норматив достаточности базового капитала 1-го уровня по Базель III на основе МСФО опустился на 19 б.п. до 6,56% при мин. 4,5%. По РСБУ показатель Н1.2 (основной капитал) на 1 ноября составил 6,78% при мин. 6%. У банка есть лишь небольшой запас капитала для абсорбирования кредитного риска (по нашим оценкам, всего 9,1 млрд руб., что составляет всего 1,1% портфеля).

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2016	30 июня 2016	изм.
Активы, в т.ч.	1 224,1	1 184,9	+3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	889,8	872,6	+2%
розничные	72,1	74,4	-3%
корпоративные	774,4	753,1	+3%
МСБ	43,3	45,1	+2%
NPL/Кредитный портфель	8,3%	7,5%	+0,8 п.п.
Собственный капитал	91,5	91,2	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,2%	13,8%	-0,6 п.п.
ROE	2,8%	3,9%	-1,1 п.п.
Депозиты и счета клиентов	878,9	857,0	+3%
В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	6,6	5,7	+17%
Чистый комиссионный доход	4,6	3,9	+18%
Операционные доходы	11,5	17,8	-35%
Чистая прибыль	0,1	1,3	-92%
Чистая процентная маржа	2,4%	2,1%	+0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Высокая кредитная активность

Кредитный портфель вырос на 17,2 млрд руб. до 890 млрд руб. за счет сегмента рублевого кредитования корпоративных клиентов, вовлеченных в международный бизнес, а также ипотеки (+11,8%), при этом объем рублевых кредитов вырос на 5,14%. В остальных сегментах наблюдался спад. Портфель долларовых кредитов незначительно сократился (на 150 млн долл. до 3,3 млрд долл.). По нашим оценкам, во 2 кв. и 3 кв. 2016 г. банк выдал новые и/или пролонгировал старые кредиты на сумму 196 млрд руб., что отражает высокую кредитную активность (несвойственную банку с большой долей корпоративных кредитов), а также может свидетельствовать о неспособности некоторых заемщиков своевременно исполнять свои кредитные обязательства.

Резкое увеличение позиции в ценных бумагах (+21 млрд руб., в основном ОФЗ) сопровождалось сокращением задолженности перед банком по операциям обратного РЕПО (на 14 млрд руб.), что может быть обусловлено неисполнением перед банком обязательств по РЕПО, в результате чего ценные бумаги в обеспечении перешли в состав собственной позиции банка.

Есть признаки ухудшения качества кредитов

Несмотря на снижение отчислений в резервы, качество кредитного портфеля ухудшилось: показатель NPL 90+ увеличился на 13,5% до 74 млрд руб. (8,3% портфеля), при этом списано было 5,8 млрд руб. Резервы (74,4 млрд руб.) с минимальным запасом покрывают NPL 90+ (1,01x). Негативным моментом является возобновившийся рост обесцененных, но непросроченных кредитов, на 18% до 79,2 млрд руб. (8,9% портфеля). В ближайшее время менеджмент ожидает переход порядка 25 млрд руб. из NPL 90+ в состояние работающих кредитов (от этого зависит результат 4 кв.).

В состоянии структурного профицита ликвидности

ПСБ является одним из немногих крупных банков, которые уже перешли в состояние структурного профицита рублевой ликвидности (то есть депозиты в ЦБ РФ превышают долг перед ЦБ РФ): на 1 ноября в ЦБ РФ было размещено 35 млрд руб. Валютная ликвидность, напротив, находится в дефиците: чистый долг перед банками-нерезидентами составляет 12,9 млрд руб. (205 млн долл.).

Бумаги эмитента выглядят дорого

Учитывая невысокий запас капитала и низкую прибыльность, "старый" суборд PROMBK 19 с YTM 6,8% выглядит неинтересным, лучшей ему альтернативой является "старый" суборд HCFBRU 20 с YTM 8,2%. Мы считаем маловероятным банкротство МКБ, как следствие, для инвесторов с коротким горизонтом инвестирования может быть интересен CRBKMO 18 с YTM 5%.

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

ЛУКОЙЛ: снижение добычи не мешает росту свободного потока

Свободный денежный поток вырос в два раза кв./кв.

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2016 г., которые мы оцениваем позитивно. На фоне роста экспортных пошлин показатель EBITDA сократился только на 12% кв./кв., что значительно лучше чем, например, у Роснефти (-19% кв./кв.). При этом операционный денежный поток увеличился на 19% кв./кв., а свободный - почти в два раза кв./кв. до 104,5 млрд руб. Тем не менее, большая его часть была направлена на выплату дивидендов за 2015 г. В результате Чистый долг сократился лишь на 5%, но из-за снижения EBITDA долговая нагрузка незначительно увеличилась - с 0,58x до 0,66x Чистый долг/EBITDA LTM. По итогам 3 кв. на счетах компании накоплено более 345 млрд руб., что полностью покрывает краткосрочную задолженность в 125 млрд руб. и возможные дивидендные выплаты по итогам 2016 г. (около 150 млрд руб.). Напомним, ранее ЛУКОЙЛ собирался участвовать в приватизации Башнефти, которая в итоге была приобретена Роснефтью за ~330 млрд руб. Мы полагаем, что в 2017 г. у ЛУКОЙЛа не будет проблем с генерацией положительного свободного денежного потока, т.к. компания намерена дополнительно сократить капвложения на 45 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	1 309 488	1 338 959	-2%	3 826 121	4 428 960	-14%
ЕБИТДА	165 890	189 571	-12%	547 453	611 300	-10%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,7%	14,2%	-1,5 п.п.	14,3%	13,8%	+0,5 п.п.
Чистая прибыль	54 803	62 567	-12%	160 195	137 412	+17%
Чистая рентабельность	4,2%	4,7%	-0,5 п.п.	4,2%	3,1%	+1,1 п.п.
Операционный денежный поток	213 401	180 082	+19%	557 879	575 495	-3%
Капитальные вложения	-108 876	-123 091	-12%	-359 948	-454 562	-21%
Свободный денежный поток	104 525	56 991	+83%	197 931	120 932	+64%
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2016			30 июня 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	839 504			864 679		-3%
Краткосрочный долг	125 107			132 097		-5%
Долгосрочный долг	714 397			732 582		-2%
Чистый долг	494 329			517 976		-5%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,66x			0,58x		-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча снижается, но должна значительно вырасти в 2017 г.

В 3 кв. суточная добыча углеводородов вновь сократилась, но темпы падения значительно снизились с 8% во 2 кв. до 1,2%. Продолжается падение добычи жидких углеводородов в России (-1,5% кв./кв.), но уже в 2017 г. будет ее значительный рост за счет дополнительных объемов с месторождений им. Филановского и Пякхинского. По прогнозам менеджмента, добыча компании в РФ восстановится к уровню 2015 г. (86,4 млн тонн), но мы не исключаем, что он будет превышен.

Рост пошлин сократил рентабельность

Рентабельность по ЕБИТДА сократилась с 14,2% во 2 кв. до 12,7% в 3 кв. Это обусловлено, в первую очередь, увеличением расходов по налогам (кроме налога на прибыль) на 8% кв./кв. до 252 млрд руб. на фоне снижения цен на нефть (-3% кв./кв.). Стоит отметить небольшое сокращение (-1,4% кв./кв.) операционных расходов до 112 млрд руб. В целом ЛУКОЙЛ значительно превзошел ближайших конкурентов по показателю эффективности ЕБИТДА/барр. н.э. консолидированной добычи. Так, у ЛУКОЙЛа он сократился на 13% кв./кв. до 880 руб./барр., что значительно выше уровня Роснефти (-20% кв./кв. до 589 руб./барр. н.э.), Башнефти (-14% кв./кв. до 739 руб./барр. н.э.) и лишь незначительно уступает Газпром нефти (+11% кв./кв. до 897 руб./барр. н.э.).

Бонды ЛУКОЙЛа котируются с самыми низкими доходностями среди негосударственных бумаг РФ, спред к суверенной кривой составляют всего 60-80 б.п. В условиях текущей неопределенности на сырьевых рынках мы рекомендуем придерживаться короткой дюрации, интересными для покупки являются Russia 20 (YTM 3,3%), TMENRU 20 (YTM 4,05%).

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849

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

Макростатистика сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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	Global Ports
------------	--------------

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
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.