



Рынок ОФЗ

Аукционы: неинтересное предложение

На сегодняшних аукционах Минфин предлагает 5,5-летние выпуски с фиксированной ставкой купона 26220 (с УТМ 7,89% по последним сделкам) и с плавающей ставкой 29012 (103,2% от номинала) в объеме 20 млрд руб. каждый. За неделю, прошедшую с предыдущего аукциона, на рынке ОФЗ произошла умеренная коррекция, в результате которой доходности среднесрочных и длинных бумаг (5-10 лет) поднялись на 5-10 б.п., при этом в локальных долгах других GEM наблюдалась разнонаправленная динамика (котировки госбумаг Мексики в минусе, Индии в плюсе). Ряд последних аукционов свидетельствует о заметном спаде спекулятивного интереса к ОФЗ (несмотря на стабильный курс рубля), поскольку, по нашему мнению, большая часть предстоящего снижения ключевой ставки уже заложена в цены, а премия к долгам GEM уже не столь привлекательна. В этой связи мы ждем предоставления Минфином дисконтов и на сегодняшних аукционах для реализации всего объема. По нашему мнению, выпуск 26220 выглядит неинтересным: большой потенциал для ценового роста присутствует в длинных 26221 с УТМ 8,03% (мы ждем УТМ 7,6-7,5% к концу года). Плавающие ОФЗ 29012 имеют отрицательную премию к 6M RUONIA (-21 б.п.), в отличие от 8-летнего выпуска 29006, который при цене 108,5% от номинала пока еще предлагает премию +13 б.п. к 6M RUONIA. Бумаги 29012 были интересны для покупки по цене не выше 102,5% от номинала.

Рынок корпоративных облигаций

Тинькофф Банк: ответит "вечным" субордом на ужесточение регулирования

Тинькофф Банк (-/B1/BB-) опубликовал отчетность по МСФО за 1 кв. 2017 г., согласно которой банк получил чистую прибыль в размере 3,4 млрд руб. (ROAE 43%), немного (на 9%) ниже, чем в 4 кв. 2016 г. Повышение чистого процентного дохода за счет более низкой стоимости фондирования (на 1,3 п.п. до 8,4%) и прироста кредитного портфеля на 7,4%) на 0,4 млрд руб. (с чистой процентной маржой 26,6%, +10 б.п.) было нивелировано увеличением отчислений в резервы на 0,9 млрд руб. (стоимость риска составила 7,6% против 5%). Транзакции по кредитным картам продолжили рост (+7,5% кв./кв.), при этом чистый комиссионный доход возрос на 10%. Несмотря на традиционный сезонный спад административных и прочих операционных расходов в начале года, в 1 кв. 2017 г. они сохранились на повышенном уровне, и в сумме с затратами на привлечение клиентов составили 5,3 млрд руб. (против 5,5 млрд руб. в 4 кв. 2016 г. и 3,8 млрд руб. в 1 кв. 2016 г.). Это обусловлено в т.ч. инвестициями в разработку IT-платформы для новых продуктов (в конце прошлого года были открыты центры разработки в г. Санкт-Петербург, Нижнем Новгороде, Новосибирске и Екатеринбурге). По нашим оценкам, в 1 кв. 2017 г. валовый объем выдачи кредитов (вместе с рефинансированием старых кредитов) составил 57,4 млрд руб. (против 90 млрд руб. по всему 2016 г.), что при среднем кредите по карте 54,4 тыс. руб. (этот показатель почти не изменился г./г.) соответствует одобрению заявок с их последующей утилизацией почти 1,1 млн клиентов (хотя по данным менеджмента, лишь 340 тыс. новых клиентов было привлечено в 1 кв.), это свидетельствует о существенном повышении уровня одобрения заявок. Возможно, банк старался нарастить портфель до вступления в силу более высоких коэффициентов риска (RW). В 1 кв. 2017 г. качество кредитного портфеля не улучшилось: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) остался на уровне 12,5 млрд руб. (9,7% портфеля), при этом плохие кредиты были списаны на 2,1 млрд руб. (1,6% портфеля). Признаком некоторого повышения кредитного риска является рост показателя NPL 1-90 дней (+22,4% до 7 млрд руб., 5,4% портфеля). Вызовом для Тинькофф банка является произошедшее с 1 марта повышение RW, для компенсации которого, как мы полагаем, было принято решение пополнить капитал 1-го уровня посредством планируемого (по данным СМИ) выпуска бессрочного субординированного выпуска на 300 млн долл. Отметим, что, согласно Базель III, выплата купона остается полностью на усмотрение эмитента, т.е. банк может выплачивать дивиденды и не выплачивать купон по бессрочному суборду. Несмотря на потребность в капитале, по итогам 1 кв. было решено выплатить промежуточные дивиденды в размере 1,7 млрд руб. (т.е. 50% чистой прибыли). По нашим оценкам, вследствие ужесточения регулирования RW для банка возрастет с 1,8х до 3,75х, что потребует вливания в капитал примерно 13 млрд руб. (но в этом случае достаточность капитала опустится до минимально допустимого уровня) или 20-25 млрд руб. (в предположении снижения показателя достаточности H1.0 до 10-11% с 12,55% по состоянию на 1 мая). Таким образом, бессрочный суборд позволит покрыть потребность в капитале и продолжить рост кредитования (на 15-20% в год, учитывая падение ROAE почти в два раза после выпуска суборда) без внесения существенных корректировок в бизнес-модель (без перехода в сегмент кредитов с более низкой ставкой и высоким "чексом", который занимают крупные универсальные банки).

ПСБ: под давлением сужения процентной маржи. См. стр. 2

ЛУКОЙЛ: обходит конкурентов за счет роста добычи на новых проектах. См. стр. 3

ПСБ: под давлением сужения процентной маржи

- Сужение процентной маржи не позволяет выйти в заметный плюс** Промсвязьбанк (ВВ-/Ва3/-) опубликовал отчетность по МСФО за 1 кв. 2017 г., которую мы оцениваем умеренно негативно: банку удалось получить лишь 490 млн руб. чистой прибыли (против +410 млн руб. в 4 кв.). Негативное влияние на результат оказало заметное снижение чистого процентного дохода (на 11% до 7,5 млрд руб.) по причине сужения чистой процентной маржи (на 30 б.п. до 2,7%), а также уменьшения чистого комиссионного дохода (на 12%, скорее всего, здесь присутствует сезонность). Избежать чистого убытка позволило урезание отчислений в резервы (на 31%, при стоимости риска 2,8%) и сокращение общехозяйственных и административных расходов (на 14%). По нашему мнению, дальнейшее смягчение монетарной политики ЦБ РФ будет способствовать сужению процентной маржи в целом по банковской системе, что ограничивает способность ПСБ генерировать прибыль.
- Низкий запас капитала** Из-за валютной переоценки дополнительного капитала 1-го уровня и капитала 2-го уровня по Базель III на основе МСФО сумма общего капитала снизилась, что вместе с повышением RWA (+1,1%) привело к более низкому показателю достаточности общего капитала (на 60 б.п. до 12,8%), по базовому капиталу изменений не произошло. По РСБУ показатель Н1.2 (основной капитал) составил 7,8% (+20 б.п.) при минимуме 7,6% (для системно-значимых банков, к которым относится ПСБ, с учетом регуляторных надбавок), таким образом у банка почти нет запаса капитала для абсорбирования дополнительного кредитного риска.
- Ипотека и МСБ - основные точки роста** Кредитный портфель сократился на 3 млрд руб. до 847 млрд руб., что произошло в результате переоценки валютных кредитов (рубль укрепился на 7% с начала года), а также некоторого снижения валютного кредитования (-8% по долларам) в корпоративном сегменте, при этом рублевое кредитование, напротив, выросло (на 1,3%). Основной рост пришелся на МСБ (+17% кв./кв.) и ипотеку (+7%). По нашим оценкам в 4 кв. 2016 г. - 1 кв. 2017 г. банк выдал новые и/или пролонгировал старые кредиты (=валовый объем выдачи) на сумму 245 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.
- Без признаков улучшения качества кредитов** Качество кредитного портфеля не улучшилось: показатель NPL 90+ почти не изменился составив 70,2 млрд руб. при списаниях 1,2 млрд руб. Резервы 73 млрд руб. полностью покрыли NPL 90+. Негативным моментом стал рост NPL 1-90 дней вместе с обесцененными, но непросроченными кредитами (с 98 млрд руб. до 107 млрд руб.). Учитывая столь большой объем кредитов с признаками обесценения уровень резервирования не выглядит комфортным (для его повышения нет дополнительного капитала).
- Принимая во внимание потребность в капитале ПСБ, лучшей альтернативой "новому" суборду PROMBK 21 с YTM 5,7% является "новый" суборд HCFBRU 21 с YTM 5,5%. Для инвесторов, не готовых принимать кредитный риск, мы рекомендуем покупать RUSSIA 28 с текущей доходностью 7,2% годовых.

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

ЛУКОЙЛ: обходит конкурентов за счет роста добычи на новых проектах

Негативный эффект от роста рабочего капитала не привел к росту долговой нагрузки...

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал позитивные финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. Так, выручка увеличилась на 2% кв./кв., EBITDA - на 13% кв./кв. (аналогичный показатель у уже отчитавшихся Роснефти и Газпром нефти сократился на 13% кв./кв. и 11%, соответственно). Чистая прибыль выросла на 34% кв./кв. При этом свободный денежный поток до вычета процентных платежей упал в разы до 1 млрд руб., но это было вызвано исключительно ростом оборотного капитала на 65 млрд руб. из-за сокращения кредиторской задолженности. Без учета этого эффекта свободный денежный поток вырос на 75% кв./кв. до 67,1 млрд руб. Чистый Долг/EBITDA LTM остается на крайне низком уровне (0,62x).

... а сделка по продаже рудника им. Гриба сократит ее до 0,5x

Объем накопленных денежных средств (196 млрд руб.) в несколько раз превышает краткосрочный долг (61 млрд руб.). Помимо этого, с учетом продажи алмазного бизнеса за 1,45 млрд долл. группе Открытие (сделка состоялась 24 мая) долговая нагрузка может сократиться до 0,5x уже по итогам 2 кв.

В 2017 г. свободный денежный поток существенно превысит дивиденды

Мы по-прежнему ожидаем, что в 2017 г. ЛУКОЙЛ сможет значительно улучшить свои финансовые показатели, в первую очередь, за счет наращивания добычи на месторождении им. Филановского, которое имеет налоговые льготы. А свободный денежный поток после вычета процентов (около 200 млрд руб.) покроет значительные дивидендные выплаты в 2017 г. - 145 млрд руб. (по нашим оценкам, за вычетом казначейских акций). Таким образом, стоит ожидать дальнейшего сокращения долговой нагрузки компании по итогам 2017 г.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.
Выручка	1 431 599	1 400 924	+2%	1 431 599	1 177 674	+22%
EBITDA	207 645	183 278	+13%	207 645	191 992	+8%
Рентабельность по EBITDA	14,5%	13,1%	+1,4 п.п.	14,5%	16,3%	-1,8 п.п.
Чистая прибыль	62 306	46 599	+34%	62 306	42 825	+45%
Чистая рентабельность	4,4%	3,3%	+1,1 п.п.	4,4%	3,6%	+0,7 п.п.
Операционный денежный поток	131 603	194 368	-32%	131 603	164 396	-20%
Капитальные вложения	-130 231	-139 731	-7%	-130 231	-127 981	+2%
Свободный денежный поток*	1 372	54 637	-97%	1 372	36 415	-96%
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017			31 декабря 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	662 485			698 590		-5%
Краткосрочный долг	60 850			58 429		+4%
Долгосрочный долг	601 635			640 161		-6%
Чистый долг	466 034			437 223		+7%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,62x			0,60x		

*до вычета процентных платежей; **EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение на зрелых месторождениях должны компенсировать новые

Как и ожидалось, суточная консолидированная добыча нефти в России сократилась (на 1,3% кв./кв.) в основном из-за снижения (-2,1% кв./кв.) на зрелых месторождениях на фоне действия соглашения ОПЕК и других стран-производителей. Из-за продления соглашения ОПЕК+ можно предположить, что ЛУКОЙЛ продолжит сокращать добычу в Западной Сибири в пользу увеличения потоков нефти с новых месторождений им. Филановского и Пяяхинского. По итогам квартала совокупная добыча на указанных месторождения уже составила 1,24 млн тонн (6% от совокупной добычи в России).

ЛУКОЙЛ - лидер по показателю EBITDA/барр. н.э.

Рентабельность по EBITDA выросла с 13,1% в 4 кв. до 14,5% в 1 кв., что обусловлено снижением операционных расходов (в т.ч. расходов по добыче нефти в Ираке и переработке) на 8,4% кв./кв., уменьшением затрат на геологоразведку на 71% кв./кв. и сокращением управленческих расходов на 28% кв./кв. ЛУКОЙЛ остается лучшим по показателю EBITDA/барр. н.э. консолидированный

31 мая 2017 г.

добычи. У компании этот показатель вырос до 1 110 руб./барр. (+15,8% кв./кв.), что значительно выше уровня Роснефти (590 руб./барр., -10,5% кв./кв.) и Газпром нефти (825 руб./барр., -8,3% кв./кв.).

Бонды ЛУКОЙЛа котируются с самыми низкими доходностями среди негосударственных бумаг РФ, спред к суверенной кривой составляет всего 30-50 б.п. Учитывая неопределенность во внутренней политике США, мы не ждем существенного повышения долларовых доходностей, как следствие, интерес для покупки представляют длинные GAZPRU 34, которые имеют текущую доходность 6,3% годовых. Также нам нравится выпуск Russia 28.

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

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



#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	



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.

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.