27 августа 2015 г.

Мировые рынки

Нашелся повод для сильного отскока

На финансовых рынках наблюдалось сильное ралли (американские и китайские индексы прибавили 3,5-4%), которое частично компенсировало недавний обвал котировок. Поводом для отскока стало заявление главы ФРБ Нью-Йорка, который считает повышение ставки на заседании FOMC в сентябре менее убедительным, учитывая замедление экономики Китая, падение цен на сырье и напряженность на развивающихся рынках. Рынок UST продолжил рост доходностей: 10-летние бонды продемонстрировали сильное движение наверх (на 10 б.п. до YTM 2,17%), свидетельствуя о повышении аппетита на риск. В стороне от общего восстановления не остался и сырьевой рынок (нефть Brent подорожала более чем на 1% до 44,2 долл./барр.), на который позитивное влияние оказало снижение запасов нефти в американских хранилищах (на 5,5 млн барр. за неделю до 450,8 млн барр. по данным EIA).

Российские евробонды, продемонстрировавшие рост котировок накануне, остались на ранее достигнутых уровнях, исключением стали суборды Сбербанка, подорожавшие на 1 п.п. (по-видимому, в ответ на публикацию лучше ожиданий отчетности за 2 кв., см. ниже). По данным Bloomberg, Норникель планирует в ближайшее время разместить евробонд в объеме не менее 500 млн долл. Находящиеся в обращении бумаги эмитента имеют самые узкие спреды (<100 б.п.) к суверенной кривой РФ среди российских бондов (что обусловлено как отсутствием санкций, так и высоким автономным кредитным качеством).

Экономика

Недельные данные говорят об ухудшении динамики инфляции

По данным Росстата, инфляция с 18 по 24 августа ускорилась до 0,1%, тогда как до этого она оставалась нулевой на протяжении четырех недель подряд. В результате накопленная инфляция с начала августа теперь, скорее всего, даже несколько превышает 0,1% (с поправкой на округление Росстатом). На этом фоне показатель инфляции год к году сохраняется на повышенном уровне 15,5%. Одна из причин роста цен по итогам минувшей недели - неожиданное продолжение повышения стоимости коммунальных услуг (на 0,2-0,8%). Но это не единственный негативный фактор. Помимо этого, замедлилось снижение цен на фрукты и овощи (-2,8% против -3% неделей ранее), сильнее подорожали некоторые продукты. Кроме того, необходимо учитывать, что недельные данные не содержат детальной информации об инфляции в непродовольственном сегменте, которая в ближайшее время может возрасти ввиду эффекта переноса ослабления рубля на цены. Случившееся падение курса практически сразу выразилось в повышении цен и, на наш взгляд, еще продолжит сказываться на инфляции даже в том случае, если впоследствии курс рубля стабилизируется. На этом фоне высказывание А. Улюкаева о том, что инфляция в 2015 г. может составить около 11%, видится нам чрезмерно оптимистичным, поскольку при текущей динамике цен есть все основания полагать, что инфляция в 2015 г. сможет превысить даже прежний, более пессимистичный прогноз Минэкономразвития (11,9%). Принимая во внимание риски, связанные с ситуацией на валютном рынке, в таких условиях ЦБ может отказаться от снижения ключевой ставки в ближайшей перспективе.

Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: кредитные риски продолжают реализовываться. См. стр. 2

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 2 кв. 2015 г. ожидаемо оказались лучше 1 кв. в основном за счет снижения стоимости фондирования (с 6,8% в 1 кв. до 6,2% в связи с погашением дорогих корпоративных депозитов, привлеченных в конце прошлого года), что привело к расширению чистой процентной маржи на 50 б.п. до 4,2%. В то же время в отношении качества кредитного портфеля улучшений не произошло: стоимость риска поднялась еще на 10 б.п. до 2,6%, показатель NPL 90+ увеличился, соответственно, на 23% до 871,7 млрд руб. Полученная прибыль (~50 млрд руб.) вместе с продолжившимся сокращением активов, приносящих процентный доход (показатель RWA сократился на 3,8% кв./кв.), оказали поддержку достаточности капитала 1-го уровня (показатель вырос на 60 б.п. до 9,6%). Долларовые евробонды Сбербанка котируются со спредом 100-150 б.п. к суверенной кривой. По нашему мнению, потенциал для опережающего ценового роста отсутствует, особенно учитывая низкие цены на нефть.

Магнит: низкая долговая нагрузка позволяет агрессивно расти. См. стр. 3

О'КЕЙ надеется на лучшее в кризисные времена. См. стр. 4

Сбербанк: кредитные риски продолжают реализовываться

Снижение стоимости фондирования увеличило прибыль

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 2 кв. 2015 г. ожидаемо оказались лучше 1 кв. в основном за счет снижения стоимости фондирования (с 6,8% в 1 кв. до 6,2% в связи с погашением дорогих корпоративных депозитов, привлеченных в конце прошлого года), что привело к расширению чистой процентной маржи на 50 б.п. до 4,2%. Увеличение чистой прибыли (с 30,6 млрд руб. в 1 кв. до 54,6 млрд руб.) произошло также благодаря некоторому восстановлению чистого комиссионного дохода (на 11% до 77,3 млрд руб.).

Стоимость риска остается повышенной

В то же время в отношении качества кредитного портфеля улучшений не произошло: стоимость риска поднялась еще на 10 б.п. до 2,6%. Также негативным моментом стало снижение доходности активов (на 30 б.п. до 10,1%), что, скорее всего, обусловлено избыточной рублевой ликвидностью на балансе (спрос на кредиты со стороны качественных заемщиков ограничивается состоянием экономики).

Полученная прибыль вместе с продолжившимся сокращением активов, приносящих процентный доход (показатель RWA сократился на 3,8% кв./кв.), оказали поддержку достаточности капитала 1-го уровня (показатель вырос на 60 б.п. до 9,6%).

Обесценение рубля способно обнулить прибыль в 3 кв.

Учитывая падение цен на нефть и очередную волну девальвации рубля, сопровождающуюся негативной динамикой долговых ценных бумаг (прежде всего, ОФЗ и евробондов), хотя и существенно более умеренной в сравнении с 4 кв. 2014 г., мы ждем ухудшения финансового результата 3 кв. По оценкам менеджмента, с каждым ростом курса доллара на 1 руб. необходимо досоздавать резервы (по валютным кредитам) в объеме 4 млрд руб. (то есть уже один этот фактор способен обнулить прибыль в 3 кв.).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Активы, в т.ч.	23 657,0	24 245,9	-2%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	17 781,0	18 312,3	-3%
розничные	4 761,6	4 761,1	0%
корпоративные	13 019,4	13 551,2	-4%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,9%	3,9%	+1 п.п.
Депозиты клиентов	11 960,1	11 951,6	0%
Текущие счета клиентов	3 818,2	3 809,6	0%
Собственный капитал	2 162,6	2 096,9	+3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,4%	12,7%	+0,7 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	227,1	200,3	+13%
Чистый комиссионный доход	77,3	69,5	+11%
Операционные доходы	221,7	189,6	+17%
Чистая прибыль	54,6	30,6	+78%
Чистая процентная маржа	4,2%	3,7%	+0,5 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Спрос на кредиты остается низким

Кредитный портфель во 2 кв. уменьшился на 2,9% до 17,78 трлн руб. при этом объем рублевых и долларовых кредитов снизился на 1,3% и 4,6% до 10,99 трлн руб. и 66,1 млрд долл., соответственно. Такая динамика отражает как консервативный подход в выдаче новых кредитов (учитывая проблемы по старым займам), так и отсутствие спроса на кредитный ресурс со стороны реального сектора экономики (спад инвестиций, несмотря на снижение ключевой рублевой ставки). Основной объем выдачи приходится на краткосрочное кредитование оборотных средств.

В розничном сегменте прирост обеспечивается исключительно ипотекой (+2,4% кв./кв. до 2,38

трлн руб.), при этом объем потребительских кредитов уменьшается (-3,2% до 1,67 трлн руб.) из-за отсутствия улучшения в кредитном качестве заемщиков.

Реализация кредитного риска не думает идти на спад

Просрочка и показатель NPL 90+ увеличились, соответственно, на 8% и 23% до 1,43 трлн руб. и 871,7 млрд руб., свидетельствуя о том, что кредитные риски продолжают (как и в 1 кв.) реализовываться на фоне экономического спада, и говорить о стабилизации качества пока рано. Более того, появились признаки, свидетельствующие об ухудшении качества кредитов: 1) возрос объем списаний (41,7 млрд руб. против 16 млрд руб. в 1 кв.); 2) возрос объем кредитов, условия по которым были пересмотрены (на 8% до 2,7 трлн руб., что составляет 15,3% всего портфеля). По данным менеджмента, 25% из них - 100 наиболее крупных реструктурированных кредитов - находятся в красной и черной зоне риска, при этом в 1 кв. эта доля составляла 20%. Основные проблемы связаны с Мечелом, ЮТэйр и украинским риском. Также, по мнению менеджмента, наибольший кредитный риск отмечается в строительном секторе, в транспортных перевозках (прежде всего, авиа), секторе услуг.

Рублевая ликвидность остается невостребованной

Во 2 кв. 2015 г. портфель ценных бумаг (из которых 90% - инвестиционный портфель) сократился 5% до 2,175 трлн руб., при этом лишь 18% ценных бумаг было заложено в РЕПО (против 52% в конце 2014 г.). Снизить задолженность перед ЦБ (на 365 млрд руб. до 1,5 трлн руб. без учета суборда) удалось главным образом за счет высвобождения средств из кредитования (+608,7 млрд руб.), оставшаяся их часть была размещена на рынке МБК.

По счетам клиентов наблюдалась разнонаправленная динамика: по счетам физлиц был прирост 467 млрд руб., а по счетам юрлиц, напротив, отток 432 млрд руб.

Долларовые евробонды Сбербанка котируются со спредом 100-150 б.п. к суверенной кривой. По нашему мнению, потенциал для опережающего ценового роста отсутствует, особенно учитывая низкие цены на нефть.

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

Магнит: низкая долговая нагрузка позволяет агрессивно расти

Вчера Магнит (S&P: BB+) представил аудированные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г., которые в целом соответствуют ранее представленным ключевым финансовым результатам в соответствии с управленческой отчетностью: рентабельность по EBITDA ритейлера составила 11,98% (+0,25 п.п. г./г.), что соответствует 10,7% марже по EBITDA за 1П 2015 г. Напомним, что текущий годовой прогноз компании по этому показателю составляет 10,5-11,3%, что выглядит достижимым.

По итогам 1П 2015 г. ритейлер продемонстрировал ухудшение динамики оборотного капитала, что обусловлено ростом дней оборачиваемости запасов (из-за повышения доли выручки, генерируемой в форматах гипермаркет и магазин косметики с более высоким уровнем запасов, а также запуском новых распределительных центров). Также негативное влияние оказало сокращение дней отсрочки оплаты поставщикам (ритейлер регулирует баланс соотношения дней отсрочки оплаты поставщикам и улучшение коммерческих условий закупки товара), которое может продолжить снижаться ввиду ожидающихся законодательных изменений.

На конец июня долговая нагрузка Чистый долг/EBITDA Магнита составила 0,9x. Ранее менеджмент компании заявлял, что к концу года этот показатель не превысит 1,0x. Отметим, что доля краткосрочного долга на 30 июня 2015 г. составила около 60% долгового портфеля, или ~1 млрд долл. Тем не менее, риски ликвидности мы оцениваем как приемлемые ввиду доступности для такого качественного заемщика, как Магнит различных источников рефинансирования. Так, после отчетной даты в июле компания успешно разместила годовые Магнит БО-10 номиналом 10 млрд руб. (~150 млн долл. по текущему курсу), помимо этого, накопленные денежные средства на счетах составили 215 млн долл.

Магнит сохраняет оптимизм в отношении перспектив развития в ближайшие годы: так,

компания недавно повысила прогноз по открытиям магазинов на 2015 г. - до 1 350 магазинов в формате у дома, 950 магазинов косметики и около 80 гипермаркетов с суммарным объемом капиталовложений на уровне около 80 млрд руб., что позволит компании приобрести привлекательные площадки для открытий будущих лет. Данная программа инвестиций, по нашим оценкам, может быть профинансирована в основном из операционного денежного потока компании.

Рублевые облигации Магнита неликвидны, последние сделки по БО-10 проходили с YTP 12,2%, что соответствует справедливой, по нашему мнению, премии 140 б.п. к ОФЗ

Наталья Колупаева
natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru
+7 495 221 98 52

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

О'КЕЙ надеется на лучшее в кризисные времена

На этой неделе ритейлер О'Кей (Fitch: B+) также представил свои финансовые результаты за 2 кв. 2015 г., которые оказались ожидаемо слабыми (рост выручки составил 4,4% г./г., рентабельность по EBITDA - 6,2%, Чистый долг/EBITDA - 3,0x). На конец июня общий долг О'кей достиг 34,5 млрд руб., при этом краткосрочная часть достигает 43%. Компания заявила о сохранении планов по выплате дивидендов, несмотря на относительно высокий уровень долговой нагрузки.

Во время телефонной конференции с аналитиками менеджмент О'Кей озвучил финансовый прогноз на 2015 г.: компания ожидает рост выручки на уровне около 6% г./г., валовую рентабельность - 23,5-24%, а также рентабельность по EBITDA - 6,5%. Капитальные вложения оцениваются на уровне 10-11 млрд руб., что должно позволить компании удержать долговую нагрузку (Чистый долг/EBITDA) на уровне ~3,0x на конец года. Планы ритейлера на 2016 г. предполагают наращивание темпов открытий магазинов в новом для компании формате жесткого дискаунтера (+60-80 новых магазинов и 2-3 гипермаркетов), что должно привести к ускорению темпов роста выручки компании до 15-20% г./г. при сохранении маржи по EBITDA на уровне 6-6,5% и капитальных вложениях 8-10 млрд руб.

Облигации Окей с YTP 12,5-13% к оферте в апреле и октябре 2015 г. в настоящий момент не представляют интереса для покупки (доходность выглядит низкой в сравнении с 1-летними ставками IRS, которые превышают 12,9%).

Наталья Колупаева
natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru
+7 495 221 98 52

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 мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет o/n аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть
Лукойл
Новатэк
Роснефть
Татнефть
Транснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель
Распадская
Русал
Северсталь
ТМК
Nordgold
Polyus Gold
Uranium One

Транспорт

Совкомфлот
Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
Мегафон
МТС
Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
O'Кей
Лента

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
СИБУР
Уралкалий
ФосАгро

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК
Альфа-Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
Банк Центр-инвест
ВТБ
ЕАБР
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал
ЛОКО-Банк
МКБ
ФК Открытие
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

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 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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
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.