



21 ноября 2018 г.

Сегодня в фокусе	Рынок ОФЗ	Аукционы: Минфин нарастил предложение и увеличил дюрацию
	Банковский сектор	Банки нарастили запас валюты, но до конца года его не хватит
	Экономика	Потребительский спрос в октябре: худшие показатели за год
	Рынок корпоративных облигаций	МТС: коррупционный штраф добавит 0,3х к долговой нагрузке

Рынок ОФЗ

Аукционы: Минфин нарастил предложение и увеличил дюрацию

На сегодняшних аукционах Минфин решил увеличить не только объем предложения до 20 млрд руб. (с 10 млрд руб. на прошлом аукционе), но и дюрацию, предложив вместе с традиционным 3-летним выпуском 25083 (УТМ 8,31% = о/п РЕПО + 82 б.п.) еще и 5-летний выпуск 26223 (УТМ 8,64% = о/п РЕПО + 106 б.п.). Принимая во внимание слабый итог предшествующего аукционного дня, такой позитивный настрой ведомства, по-видимому, обусловлен заметным снижением доходностей вдоль кривой на минувшей неделе (до 16-30 б.п.), в результате которого доходности длинных бумаг ушли ниже УТМ 8,87%.

Это стало следствием сообщения о том, что Конгресс США в этом году не успевает рассмотреть законопроект о «кремлевской агрессии». И рублю удалось проигнорировать большую часть недавнего обвала котировок нефти, что также дало некоторую уверенность участникам рынка госдолга. Однако вопрос санкций на госдолг не снят с повестки и все еще является источником неопределенности. В этой связи участие в аукционе по 5-летним 26223 может быть интересно лишь для получения премии (10-15 б.п.) ко вторичному рынку (то есть для закрытия спекулятивных коротких позиций, сформированных в преддверии аукциона на вторичном рынке).

Кстати говоря, после объявления параметров аукциона доходность 26223 поднялась на 10 б.п. Не в пользу сильного спроса на ОФЗ выступает продолжающийся отток рублевой ликвидности из системы (по бюджетному каналу), который привел к тому, что о/п ставка междилерского РЕПО находится устойчиво на уровне ключевой ставки ЦБ РФ. Кроме того, вероятно повышение ставки ЦБ РФ на декабрьском заседании.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Банковский сектор

Банки нарастили запас валюты, но до конца года его не хватит

По данным обзора банковского сектора ЦБ, в октябре российскими банками была получена прибыль (114,3 млрд руб.) несколько ниже, чем в предшествующем месяце (168 млрд руб.), что в основном стало следствием возросших отчислений в резервы (+17,7 млрд руб. против высвобождения 103 млрд руб. в сентябре). Информация по достаточности капитала, а также объему проблемных и безнадежных ссуд за сентябрь еще не была опубликована. Напомним, что по данным за август для формирования 100% резерва по проблемным и безнадежным ссудам потребовалось бы 1,8 трлн руб., что привело бы к снижению достаточности базового капитала на 2,2 п.п. до 6,7% (и некоторые банки нарушили бы нормативы с учетом действующих надбавок по Базель 3). В таких условиях обоснованным является возможный перенос на год введения дополнительных надбавок к капиталу (в рамках перехода к Базель 3).

Несмотря на возобновившийся отток клиентских средств, банки нарастили объем HQLA за счет продажи бондов...

В валютной части баланса в октябре со счетов клиентов (юрлица без учета Минфина, физлица) возобновился отток средств 2,4 млрд долл. (после временного притока 4,4 млрд долл. в сентябре), который с начала года достиг 16,6 млрд долл. Из валютного кредитования было высвобождено 5,5 млрд долл., из них 4 млрд долл. приходится на корпоративный сегмент, остальное - на финансовые организации. Таким образом, по кредитно-депозитным операциям произошел приток валютной ликвидности в размере 2,4 млрд долл. По нашим оценкам, размер высоколиквидных валютных активов (HQLA) увеличился на 1,9 млрд долл. из-за сокращения портфеля валютных ценных бумаг (-1,7 млрд долл.) в пользу увеличения остатков на корсчетах в банках-нерезидентах (+2,1 млрд долл.), в то же время на 2,4 млрд долл. снизились остатки на расчетных счетах организаций. В итоге общий запас валютной ликвидности возрос на 5 млрд долл. до +1,5 млрд долл. (выйдя из состояния дефицита -3,5 млрд долл. в предшествующем месяце).

... однако это, скорее всего, не покрывает декабрьской отток

Мы ожидали, что в результате высоких цен на нефть (и, как следствие, большого сальдо счета текущих операций) и отсутствия покупок валюты ЦБ РФ и санкций запас валютной ликвидности будет пополняться более высокими темпами. Этого не произошло из-за вывоза капитала частным сектором (который связан не только с погашением внешних обязательств). По нашему мнению, текущего запаса валютной ликвидности недостаточно для прохождения декабрьского пика выплат по внешнему долгу (8 млрд долл. по корпоративным кредитам) с учетом существенной коррекции цен на нефть (почти -20% м./м.). По-видимому, недостаток будет частично компенсироваться за счет валютного свопа с Казначейством. Тем не менее, мы ждем ослабления рубля и увеличения стоимости валютной ликвидности.

Повышение рублевых ставок вызвало временный

В октябре в рублевой части баланса произошел большой приток клиентских средств как на счета физлиц -159 млрд руб., так и юрлиц

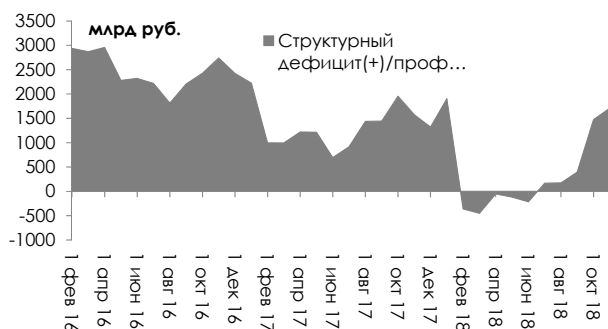
всплеск спроса на кредиты

без учета Минфина - 447 млрд руб., что выглядит необычно, поскольку по бюджетному каналу чистый отток рублевой ликвидности в октябре продолжился (385 млрд руб.). В то же время произошел и всплеск кредитной активности (+329 млрд руб. по корпоративному сегменту и +243 млрд руб. по рознице). По-видимому, он мог быть обусловлен возникшими ожиданиями дальнейшего повышения процентных ставок по рублевым кредитам (при этом полученные средства могли быть временно размещены на депозитах или расчетных счетах) в условиях начавшегося ужесточения монетарной политики ЦБ РФ.

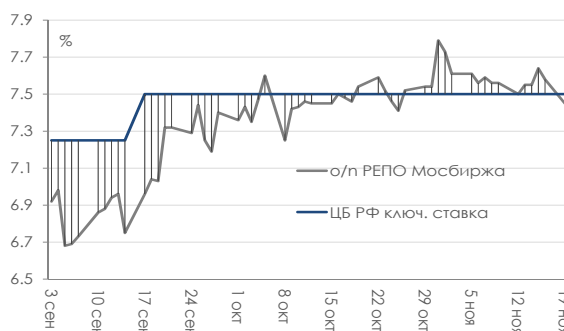
Ставки денежного рынка приблизились к ключевой

Состояние структурного дефицита рублевой ликвидности (наше определение отличается от ЦБ РФ), объем которого вырос на 234 млрд руб. до 1,7 трлн руб., уже сказывается на ставках денежного рынка: ставка о/п РЕПО на Мосбирже с начала октября в среднем составляла 7,47% (то есть дисконт к ключевой ставке ЦБ РФ сузился до нуля). Однако RUONIA (7,23% в среднем с начала октября) продолжает иметь существенный дисконт (25-50 б.п.), что может быть частично обусловлено использованием этой ставки в определении стоимости средств, привлекаемых банками у Казначейства.

Состояние структурного дефицита ликвидности*...



... оказывает давление на о/п ставки



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

* весь рублевый долг перед ЦБ РФ и Минфином за вычетом остатков на депозитах в ЦБ РФ и КОБР

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Экономика**Потребительский спрос в октябре: худшие показатели за год**

Вчера Росстат опубликовал порцию макростатистики за октябрь. Мы хотели бы обратить внимание на два интересных момента.

1. Потребительский спрос показал самый худший результат за этот год

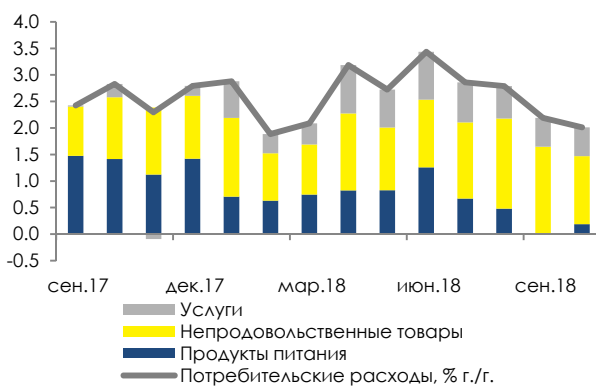
В октябре оборот розничной торговли снизил рост до 1,9% г./г. (2,2% г./г. в сентябре), а потребительские расходы в целом (с учетом платных услуг) – до 2% г./г. (2,2% г./г. в сентябре). Снижение потребительской активности наметилось еще с июля – тогда, кстати говоря, начали показывать ухудшение и альтернативные индикаторы потребительской

активности. Средний чек ритейлеров (по данным Ромир) в реальном выражении падает уже больше года подряд, и в последние месяцы его падение ускорилось (-8,6% г./г. в октябре). Похожую динамику показывают и повседневные расходы населения (по данным Ромир).

Мы видим несколько причин для постепенного ухудшения потребительской активности:

- 1) **Низкая потребительская уверенность.** По данным инфОМ, соответствующий индикатор так и не смог восстановиться после падения в июне, и в данный момент продолжает находиться на уровнях середины 2017 г.
- 2) **Слабая динамика реальных доходов населения.** Несмотря на эпизодические всплески, в целом их динамика остается неустойчивой и слабой. Факторами роста за последние два года были лишь единовременные трансферты из бюджета (пенсионная выплата, трансферты перед выборами), а устойчивого роста зарплат так и не случилось.
- 3) **Постепенное проявление негативного эффекта от предстоящего повышения НДС.**

Потребители тратят все меньше...



Источник: Росстат, Ромир, оценки Райффайзенбанка

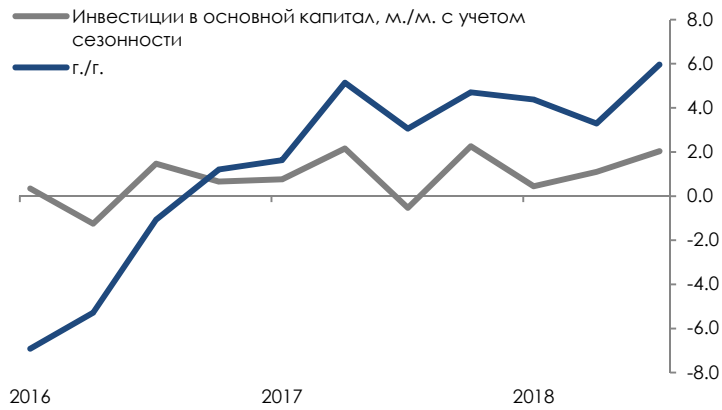
...что выливается в падение среднего чека



2. Инвестиции в основной капитал неожиданно «рванули» вперед

Из опубликованных Росстатом данных следует, что инвестиции в основной капитал могли ускориться в 3 кв. 2018 г. За 9М их рост увеличился до 4,1% г./г. Пока цифра отдельно за 3 кв. 2018 г. не опубликована, но из имеющихся данных получается, что темп роста составил существенные 5,7% г./г. (это сопоставимо с ростом инвестиций во 2 кв. 2017 г., который был во многом связан с реализацией крупных государственных проектов). В этом году столь заметной инвестиционной активности не наблюдалось: наоборот, стоило бы ожидать ухудшения инвестиционного спроса на фоне завершения крупных госпроектов и усиления неопределенности из-за санкций. На замедление инвестиционной активности косвенно указывало и падение машиностроительного импорта, и замедление промпроизводства.

Инвестиции: годовой рост усилен эффектом низкой базы



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Впрочем, резкий рост г./г. в 3 кв. 2018 г. был поддержан и эффектом низкой базы прошлого года: в 3 кв. 2017 г. инвестиции снизились кв./кв. (с учетом сезонности) единственный раз за 2017-2018 гг. Сезонно сглаженный рост кв./кв. в 3 кв. хотя и оказался выше, чем можно было ожидать, все же остался на уровне темпов прошлых кварталов (см. график выше). Мы не исключаем того, что Росстат в конце года может пересмотреть квартальную траекторию по инвестициям за год в целом, из-за чего всплеск 3 кв. может уйти из данных.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Рынок корпоративных облигаций

Слабый прогноз и создание резерва оттенили неплохие результаты

МТС: коррупционный штраф добавит 0,3х к долговой нагрузке

МТС (BB/-/BB+) опубликовала результаты за 3 кв. 2018 г. лучше ожиданий рынка, однако подтвердила прежний прогноз OIBDA на 2018 г., что подразумевает снижение этого показателя в 4 кв. 2018 г. Кроме того, МТС отразила в отчетности резерв на 55,8 млрд руб., созданный в связи с расследованием американскими регуляторами коррупционного дела в Узбекистане, что, по нашим оценкам, увеличит долговую нагрузку на 0,3х.

Прогноз подразумевает значительное снижение OIBDA в 4 кв. 2018 г.

В 3 кв. 2018 г. выручка выросла на 12% г./г. во многом благодаря консолидации новых направлений бизнеса (МТС Банк, билетные сервисы, киберспорт), а также ускорению роста в сегментах сотовой розницы и системной интеграции. Рост выручки от основного бизнеса – предоставления услуг сотовой связи – напротив, несколько замедлился и составил 2% г./г. в связи с отменой национального роуминга. Показатель EBITDA вырос на 22% г./г. по новым правилам МСФО (лизинговые платежи переносятся из операционных расходов в процентные и амортизационные), или на 7% г./г. по старым правилам. МТС повысила прогноз по выручке на 2018 г. с 2-4% г./г. до 4-6% г./г., однако оставила прогноз роста OIBDA без изменений на уровне 2% г./г. по старым стандартам МСФО. С учетом результатов за 9М 2018 г. этот прогноз подразумевает OIBDA в 4 кв. 2018 г. на уровне 40,3-41,7 млрд руб., что означает снижение

на 8-11% г./г. Объективной причиной ожидаемого ухудшения рентабельности является дополнительная плата за использование радиочастот, а также отмена национального роуминга, однако мы все же полагаем, что снижение OIBDA, заложенное в прогноз, подразумевает слишком пессимистичный вариант развития событий, и видим высокую вероятность того, что итоговые результаты 2018 г. превзойдут прогноз.

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2018	3 кв. 2017	изм.	9М 2018	9М 2017	изм.
Выручка	127 958	114 567	+12%	350 229	326 087	+7%
ЕБИТДА	59 298	48 769	+22%	165 311	134 590	+23%
Рентабельность по ЕБИТДА	46.3%	42.6%	+3,8%	47.2%	41.3%	+6%
Чистая прибыль	19 402	18 094	+7%	49 355	45 559	+8%
Операционный поток	40 159	37 105	+8%	110 221	101 981	+8%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 321	-15 696	-92%	-51 318	-68 758	-25%
Капвложения	21 181	22 288	-5%	-60 945	-48 716	+25%
Финансовый поток	4 466	-31 962	-	9 138	-27 570	-

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2018	30 июня 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	534 089	467 191	+14%
Краткосрочный долг	29 784	75 883	-61%
Долгосрочный долг	504 305	391 308	+29%
Чистый долг	386 456	356 799	+8%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,8x	1,7x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Штраф не выведет МТС из «зоны комфорта»

Долговая нагрузка незначительно выросла по сравнению со 2 кв. 2018 г. - с 1,7x чистый долг/OIBDA до 1,8x по новым правилам МСФО или с 1,1x до 1,2x по старым. При этом, резерв под штраф в Узбекистане, по нашим оценкам, увеличит долговую нагрузку примерно на 0,3x. Руководство МТС заявило, что не будет корректировать дивидендную политику в связи со штрафом, и видит для себя комфортным уровень в 2,0x чистый долг/OIBDA по старым правилам МСФО.

В свете вероятности введения новых санкций США мы рекомендуем лишь краткосрочные выпуски эмитентов (не экспортеров, которые менее уязвимы к санкциям) с целью удержания их до погашения, например, интересен VIP GTN 20 @ янв. 2020 г. с YTM 5,0%.

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

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

Добыча нефти «маскирует» слабость промышленности	19.11.2018
ВВП: факт все больше расходится с ожиданиями властей	14.11.2018
Импорт слабеет вслед за внутренним спросом	13.11.2018
Население «вышло в нал»	02.11.2018
Ускорению ВВП в сентябре помешали промышленность и сельское хозяйство	19.10.2018
Потребительский сектор: сентябрь не принес хороших новостей	18.10.2018

Инфляция

Инфляция: ожидаемое движение к цели	07.11.2018
Улучшение инфляционных ожиданий не смягчило ЦБ	31.10.2018

Монетарная политика ЦБ

ЦБ задумался о повышении ставки даже при умеренной инфляции	16.11.2018
---	------------

Бюджетная политика

Снижение профицита бюджета осталось незамеченным для рынка МБК	15.11.2018
Новый бюджет не смог вместить амбициозные цели майского указа	23.10.2018
Поправки в Федеральный бюджет увеличили финансирование регионов и госкорпораций	22.10.2018

Рынок облигаций

Еще одна волна исхода нерезидентов, факторов для роста котировок почти нет	12.11.2018
Первичная пауза затягивается, равновесие выглядит шатким	26.09.2018
Крупные локальные покупатели поменяли настрой всего рынка	19.09.2018
Государство готово защитить госдолг от «очень стрессового сценария»	06.09.2018

Валютный рынок

Возобновление покупок валюты ЦБ зависит только от волатильности	16.11.2018
Платежный баланс: рубль проигнорировал нефтяной позитив из-за внешних обязательств и опасения санкций	13.11.2018
Казначейство открывает источник валютной ликвидности	02.11.2018
Платежный баланс: вывоз капитала не позволяет рублю заметить сильный текущий счет	10.10.2018

Денежный рынок

Отсутствие интервенций и слабый рубль уведут RUONIA выше ключевой ставки	09.10.2018
ЦБ ожидает меньший приток ликвидности из-за отмены интервенций	19.09.2018
Бюджетный канал увеличит стерилизацию ликвидности до конца года	13.09.2018
Дефицит ликвидности у ряда банков вряд ли окажет давление на ставки МБК	12.09.2018

Банковский сектор

Приток валюты произошел вместе с аномальным всплеском кредитования	16.10.2018
Ожидания санкций давят на валютное фондирование банков	02.10.2018



#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
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
ПМХ/Кокс
Металлоинвест
НЛМК

Норильский Никель
Русал
Северсталь
ТМК
Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим
СИБУР

Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот
Global Ports

Прочие

АФК Система



#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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Константин Бальхаев		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клебенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.