



1 апреля 2016 г.

Мировые рынки

Неожиданно сильные макроданные по Китаю. Внимание на payrolls

Финансовые рынки, похоже, уже отыграли мягкие высказывания Дж. Йеллен, прозвучавшие в середине недели (о том, что нужно при текущих условиях как внешних, так и внутренних следует проявлять осторожность в вопросе повышения ставок): нефть остается около 40 долл./барр. (Brent), доходность 10-летних UST снизилась на 3 б.п. до УТМ 1,79% (отражает в большей мере снижение аппетита на риск, чем вероятность повышения ставки). Сегодня вышла неожиданно сильная макростатистика по Китаю: в марте значение официального индекса PMI по обрабатывающей промышленности поднялось выше 50 пунктов (впервые за последние 8 мес.), свидетельствуя о позитивной динамике сектора. Также на улучшение указывает и неофициальный индекс Caixin China PMI. По-видимому, бюджетные и монетарные стимулы властей Китая начинают приносить результат. Улучшение китайской экономики может внести коррективы в риторику FOMC. В этой связи интерес представляет публикуемый сегодня отчет по рынку труда США за март: превышение payrolls отметки 210к (консенсус-прогноз) может привести к смещению ожиданий в пользу большего повышения ключевой ставки (сейчас в этом году предполагается всего 2 повышения по 25 б.п.).

Рынок корпоративных облигаций

Первичный рынок: пока еще предлагает интересные возможности

Вчера в результате сбора книги заявок на покупку ставка купона по 4-летним БО-7 РЖД (BB+/Ba1/BBB-) была установлена на уровне 10,3% годовых, что соответствует УТР 10,57% и премии 127 б.п. к кривой ОФЗ. Отметим, что 4-летние IRS котируются на уровне 10,2%, что предполагает негативный саггу над базовой ставкой (3M MosPrime) в размере 160 б.п., то есть в котировках уже учтено снижение ключевой ставки (РЕПО ЦБ) минимум на 100 б.п. В этой связи БО-7 являются более интересными: саггу над RUONIA (ей соответствует ставка междилерского РЕПО) составляет -43 б.п., то есть облигации в меньшей степени учитывают снижение ключевой ставки, а значит, являются интересным инструментом для покупки. Мы рекомендуем новый выпуск РЖД для покупки, оценивая справедливую доходность не выше УТР 10,25%.

В маркетинге появился 2,5-летний выпуск О'Кей (Fitch: B+) номиналом 5 млрд руб. (пока без ориентира). Обращающиеся облигации эмитента неликвидны. Исходя из выпусков Лента-3 (УТР 11,35% @ август 2018 г.) и Лента БО-3 (УТР 11,3% @ февраль 2018 г.), эмитент которых имеет более сильный набор кредитных рейтингов (BB-/Ba3/-), мы оцениваем справедливую доходность бумаг О'Кей на уровне УТМ 11,60-11,80% (с премией к Ленте 30-50 б.п.), которая предполагает спред 53-73 б.п. к недавно размещенным Х5 БО-5 (УТР 11,07% @ сентябрь 2018 г.).

ГПБ: всплеск операционных расходов увеличил убыток. См. стр. 2

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил вновь слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2015 г.: увеличение чистого убытка стало следствием резкого повышения выплат персоналу по банковской деятельности (бонусы), а также административных расходов (аренда и ИТ привязаны к валютному курсу). В то же время по основным операционным показателям наблюдалось некоторое улучшение: стоимость риска снизилась на 1,2 п.п. до 2,8%, оказавшись почти на одном уровне с чистой процентной маржой, которая потеряла кв./кв. 20 б.п., составив 2,7%. На достаточность капитала оказали давление как убыток, так и отмена ЦБ РФ с начала этого года льготных курсов для расчета RWA, однако сохраняется все еще высокий запас прочности. Суборд GPBRU 23 номиналом 750 млн долл. с условием loss-absorption котируется на уровне 94% от номинала, что транслируется в УТС 10,6% @ август 2018 г. и УТМ 9%. Такие уровни соответствуют рублевой доходности > 20%, что превосходит возврат на капитал большинства универсальных крупных банков РФ (в том числе и ГПБ) даже в относительно хорошие годы. Не исключено, что в случае стабилизации качества кредитов банк может частично выкупить бумаги с рынка. Однако сдерживающим обстоятельством выступает убыточность банка, которая быстро сокращает запас капитала. Среди субордов госбанков мы рекомендуем лишь SBERRU 23.

Роснефть: сильные результаты, несмотря на падение цен. См. стр. 3

Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала относительно сильные финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО. Так, в 4 кв. выручка сократилась лишь на 8% кв./кв. при падении цен на нефть марки Urals в рублевом эквиваленте на 15% кв./кв. Показатель EBITDA снизился на 9% кв./кв. Общий долг увеличился на 6% кв./кв. до 3,3 трлн руб. В 4 кв. Роснефть не получала дополнительных авансов по долгосрочным контрактам на поставку нефти. Долговая нагрузка сократилась с 1,82x Чистый долг/EBITDA в 3 кв. до 1,77x в 4 кв. С учетом обязательств по авансам соотношение упало с 3,3x в 3 кв. до 2,9x в 4 кв. На конец 2015 г. на счетах Роснефти скопились средства в размере 1,3 трлн руб., что полностью покрывает краткосрочную задолженность в размере 1,04 трлн руб. Наша рекомендация от 26 ноября 2015 г. реализовалась: спред TMENRU 20 - Russia 20 сузился со 180 б.п. до 140 б.п. Эти бумаги продолжают выглядеть недооцененными, предлагая премию (около 15 б.п.) к MOBTEL 20.

ГПБ: всплеск операционных расходов увеличил убыток

Операционные расходы увеличили убыток на фоне неплохих операционных показателей...

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) вновь представил слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2015 г.: увеличение чистого убытка с 8,2 млрд руб. в 3 кв. до 16,58 млрд руб. стало следствием резкого повышения выплат персоналу по банковской деятельности (почти в два раза кв./кв. до 15,7 млрд руб.), а также административных расходов (на 30% кв./кв. до 10,2 млрд руб.). Повышение расходов на персонал менеджмент объясняет выплатой бонусов (которые не выплачивались в 2014 г.). На административные расходы повлияло обесценение рубля из-за большой доли валютных расходов (аренда, ИТ). В то же время по основным операционным показателям наблюдалось некоторое улучшение: стоимость риска снизилась на 1,2 п.п. до 2,8%, оказавшись почти на одном уровне с чистой процентной маржой, которая потеряла кв./кв. 20 б.п., составив 2,7%. Положительное влияние на результат оказала прибыль, полученная от продажи 10,6% акций Eriell эмитенту, в размере ~2 млрд руб., а также доход от операций с иностранной валютой и переоценка портфеля ценных бумаг.

... оказав давление на достаточность капитала

Полученный убыток, а также повышение RWA (на 2,7%) оказали давление на капитал 1-го уровня, его достаточность по МСФО в соответствии с Базель 1 просела на 50 б.п. до 10,2%. По РСБУ этот показатель (Н1.2) в 4 кв. снизился на 27 б.п. до 8,97%, а на 1 марта 2016 г. - до 8,02% (вследствие отмены льготных курсов по расчету RWA). Однако запас над минимально допустимым уровнем (6%) остается все еще высоким (благодаря произведенной в 3 кв. докапитализации за счет АСВ), по нашим оценкам, банк может абсорбировать дополнительный убыток в размере 123 млрд руб. В 2016 г. для банка доступны средства ФНБ в объеме до 100 млрд руб. для пополнения капитала 2-го уровня с целью финансирования инфраструктурных проектов.

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Активы	5 122,2	4 906,7	+4%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 512,3	3 395,8	+3%
розничные	314,4	315,8	0%
корпоративные	3 197,9	3 080,0	+4%
NPL (90+)/Кредитный портфель	2,0%	2,3%	-0,3 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	3 281,7	2 981,2	+10%
Собственный капитал	530,4	546,0	-3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	14,2%	14,7%	-0,5 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	27,7	27,5	+1%
Чистый комиссионный доход	3,4	5,0	-32%
Чистый убыток	-16,6	-8,2	-
Чистая процентная маржа	2,7%	2,9%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Небольшой прирост портфеля рублевых кредитов

Увеличение в 4 кв. кредитного портфеля на 3,4% до 3,5 трлн руб. стало следствием главным образом переоценки валютных кредитов, в то время как прирост рублевых кредитов составил 4,3% кв./кв. (до 1,81 трлн руб.), а долларовое кредитование, напротив, сокращалось (с 19,4 млрд долл. до 18,5 млрд долл.). Заметно вырос объем кредитования ПАО Газпром и его дочерних компаний - с 66 млрд руб. до 133 млрд руб. Размер портфеля розничных кредитов (в основном представлены рублевыми кредитами) не изменился. Менеджмент ожидает рост кредитования в 2016 г. на 3-5%

Улучшение качества кредитного портфеля по-прежнему не наблюдается

Улучшения качества кредитов в 4 кв. не произошло: показатель NPL 90+ снизился на 10,2 млрд руб. до 66,7 млрд руб. благодаря списаниям, произведенным на сумму 22 млрд руб. Также продолжилось увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+10% до 644,7 млрд руб.), которые состояли в основном из реструктурированных кредитов. Источниками кредитного риска остаются займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине, а также экономическая ситуация в РФ. Мы по-прежнему полагаем, что почти 4-кратное

покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным.

Приток валюты от Газпрома и короткая позиция по валюте

В обязательствах произошел приток валютных средств на счета ПАО Газпрома и его дочерних компаний в размере 1 млрд долл. (задолженность возросла в руб. эквиваленте до 952 млрд руб., или 30% от всех средств на счетах клиентов). На конец 4 кв. ГПБ имел короткую позицию по доллару, от которой в 1 кв. мог бы быть получен доход (3,6 млрд руб. - по нашим оценкам). Поступление на рублевые счета клиентов оказалось нулевым, что является нетипичным для 4 кв., даже с учетом погашения депозитов Минфина (на 77 млрд руб.).

Убыточность ограничивает ценовой рост суборда

Суборд GPBRU 23 номиналом 750 млн долл. с условием loss-absorption котируется на уровне 94% от номинала, что транслируется в YTC 10,6% @ август 2018 г. и YTM 9%. Такие уровни соответствуют рублевой доходности > 20%, что превосходит возврат на капитал большинства универсальных крупных банков РФ (в том числе и ГПБ) даже в относительно хорошие годы. Не исключено, что в случае стабилизации качества кредитов банк может частично выкупить бумаги с рынка. Однако сдерживающим обстоятельством выступают убыточность банка, которая быстро сокращает запас капитала. Среди субордов госбанков мы рекомендуем лишь SBERRU 23.

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

Роснефть: сильные результаты, несмотря на падение цен

Общий долг вырос на 6% кв./кв. до 3,3 трлн руб.

Вчера Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала относительно сильные финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО. Так, в 4 кв. выручка сократилась лишь на 8% кв./кв. при падении цен на нефть марки Urals в рублевом эквиваленте на 15% кв./кв. Показатель EBITDA снизился на 9% кв./кв. Общий долг увеличился на 6% кв./кв. до 3,3 трлн руб. В 4 кв. Роснефть не получала дополнительных авансов по долгосрочным контрактам на поставку нефти. Долговая нагрузка сократилась с 1,82x Чистый долг/EBITDA в 3 кв. до 1,77x в 4 кв. С учетом обязательств по авансам соотношение упало с 3,3x в 3 кв. до 2,9x в 4 кв.

На телефонной конференции менеджмент заявил, что в 2016 г. компания планирует существенно увеличить капитальные вложения в основном в сектор добычи. При этом добыча нефти останется на уровне 2016 г.

На конец 2015 г. на счетах Роснефти скопились средства в размере 1,3 трлн руб., что полностью покрывает краткосрочную задолженность в размере 1,04 трлн руб. Учитывая что в 2015 г. операционный денежный поток (без учета предоплат) составил 1,26 трлн руб., мы полагаем, что Роснефть способна самостоятельно покрыть капвложения в 2016 г. в размере 0,9-1 трлн руб. и дивидендные выплаты около 90 млрд руб. График погашения задолженности Роснефти предполагает выплату 14,3 млрд долл. в 2016 г., 8,8 млрд долл. в 2017 г., 7,2 млрд долл. в 2018 г., 1,8 млрд долл. и 13,9 млрд долл. в 2020-2029 гг.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1 196	1 296	-8%	5 150	5 503	-6%
EBITDA	250	274	-9%	1 158	1 057	+10%
Рентабельность по EBITDA	20,9%	21,1%	-0,2 п.п.	22,5%	19,2%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль	53	113	-53%	356	350	+2%
Операционный поток	303	1 323	-77%	2 195	1 626	+35%
Капвложения	- 193	- 140	+38%	- 596	- 577	+3%
Свободный денежный поток	110	1 183	-91%	1 599	1 049	+52%
В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2015		30 сент. 2015		изм.	
Совокупный долг, в т.ч.	3 323		3 148		+6%	
Краткосрочный долг	1 040		980		+6%	
Долгосрочный долг	2 283		2 168		+5%	
Чистый долг	2 050		1 831		+12%	
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,77x		1,82x		-	

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Добыча нефти
стабилизируется**

В 4 кв. 2015 г. суточная добыча углеводородов увеличилась на 2,5% кв./кв. до 5,2 млн барр. Стоит отметить рост добычи на 1,2% на зрелых месторождениях Юганскнефтегаза до 116,7 млн барр. Производство нефтепродуктов в РФ сократилось на 6,5% кв./кв. до 20,1 млн т. В 2016 г. Роснефть планирует сохранить добычу нефти на уровне 2015 г.

**Рентабельность
осталась на высоком
уровне**

Рентабельность по EBITDA сократилась незначительно с 21,1% в 3 кв. до 20,9% в 4 кв. Совокупные затраты без учета амортизации сократились на 7,4% кв./кв. до 946 млрд руб. благодаря снижению налоговых выплат. Но сумма операционных и коммерческих расходов выросла на 43% кв./кв. до 230 млрд руб., что связано с сезонным фактором.

**Капвложения вновь
ниже ожиданий**

Капитальные вложения по итогам 2015 г. составили лишь 596 млрд руб., что существенно ниже планируемых ранее 650 млрд руб. В 2016 г. менеджмент намерен значительно увеличить инвестиции до 0,9-1 трлн руб. Мы полагаем, что рост может быть значительно меньше - до 700 млрд руб., так как цены на нефть будут оставаться на низких уровнях.

Наша рекомендация от 26 ноября 2015 г. реализовалась: спред TMENRU 20 - Russia 20 сузился со 180 б.п. до 140 б.п. Эти бумаги продолжают выглядеть недооцененными, предлагая премию (около 15 б.п.) к MOBTEL 20. Также в сегменте нефтегазовых бумаг нам нравится номинированный в евро выпуск GAZPRU 20 (@3,389%, YTM 3,4%), который выглядит дешево в сравнении с кривой долларовых бондов Газпрома (несмотря на то, что с момента нашей рекомендации он подорожал на 4 п.п.).

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 ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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	ТКС 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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+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 Колупоева		(+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.