



Экономика

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

По данным Росстата, инфляция с 23 по 29 мая вернулась к 0,1% н./н. Годовая оценка, по нашим расчетам, сохраняется вблизи цели ЦБ (4,08% г./г.). В целом динамика цен остается достаточно сдержанной (в основных группах (мясо, молочная продукция) темпы роста не изменились н./н.). Но цены на ряд товаров с ощутимым весом в потребительской корзине, например, на фрукты и овощи (4,5% в потреблении) и водку (1,5% в потреблении) ускорили рост. С одной стороны, низкие темпы роста цен обеспечиваются стабильным курсом рубля, а с другой, крайне медленным восстановлением спроса. Фактически, низкая инфляция в настоящий момент – индикатор слабости экономической активности, которая не в последнюю очередь связана с консервативной бюджетной политикой (из-за чего на фоне роста средних зарплат реальные располагаемые доходы населения продолжают падение), а также слабым восстановлением потребительской уверенности. Сохранение этих тенденций, на наш взгляд, должно позволить ЦБ в перспективе более активно смягчать политику. Учитывая благоприятную динамику факторов, которые регулятор упоминал в качестве аргументов для снижения ставки на прошлом заседании, мы полагаем, что на заседании 16 июня есть основания для ее аналогичного снижения (на 50 б.п.).

Рынок ОФЗ

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

Итог вчерашних аукционов вновь продемонстрировал низкий интерес к ОФЗ как с фиксированной, так и плавающей ставкой. Несмотря на то, что спрос превысил объем предложения (56 млрд руб. против 40 млрд руб.), Минфин разместил лишь 33 млрд руб. При этом только по 26220 была предоставлена заметная премия по доходности (6 б.п.) в сравнении с котировками в день до аукциона. Ценовая отсечка по 29012 была установлена на уровне 103% от номинала, что лишь на 0,2 п.п. ниже вторичного рынка. По-видимому, нерезиденты резко сократили покупки, а локальные банки, несмотря на структурный избыток ликвидности, готовы покупать бумаги лишь на существенно более низких ценовых уровнях: текущие котировки уже учитывают большую часть потенциального сокращения ставки, кроме того, есть риск, что ЦБ изменит риторику (как это было в марте). Учитывая благоприятную ситуацию с исполнением бюджета, Минфин может позволить себе размещение госбумаг ниже плана, что поддерживает рынок. Из-за наличия неопределенности по ставке и спросу со стороны нерезидентов мы не ждем скорую нормализацию формы кривой (возникновение устойчивого положительного наклона), которая остается инверсионной (спред между 10- и 3-летним выпусками составляет -25 б.п., что соответствует 12М среднему).

Рынок корпоративных облигаций

БРС: вышел в ноль, но риски для инвесторов сохраняются

БРС (ССС+/Саа2/-) опубликовал результаты по МСФО за 1 кв. 2017 г. Банку, наконец, удалось выйти в плюс (128 млн руб.) против -3,2 млрд руб. по итогам 2016 г. и -179 млн руб. за 4 кв. 2016 г. (годовая отчетность еще не вышла, оценки - исходя из накопленного непокрытого убытка). Основным фактором стало сокращение отчислений в резервы до 3,7 млрд руб. в 1 кв. (6 млрд руб. в 1 кв. 2016 г. и 4,44 млрд руб. в среднем в квартал за 9М 2016 г.). Объем чистого кредитного портфеля продолжил сокращение в 1 кв. на 9,4 млрд руб. (и на 23 млрд руб. в 2016 г.) до 84,3 млрд руб., при этом списано 6,7 млрд руб., т.е. изменение портфеля равно списаниям и начислению новых резервов, как следствие, роста кредитования нет, новых кредитов выдается столько же, сколько гасится (21-29 млрд руб. в квартал). Отметим, что по РСБУ чистый кредитный портфель (без учета средств в других банках) составляет 97 млрд руб. (на 13 млрд руб. выше, чем по МСФО), из чего можно сделать вывод, что на балансе по РСБУ присутствует реализовавшийся, но еще не покрытый резервами, кредитный риск (13 млрд руб.), который может быть покрыт за счет сокращения запаса собственных средств у группы (46,15 млрд руб. при показателе H20.0 11%) до минимального уровня 8% (это будет ограничивать восстановление прибыли в течение следующих 2 кварталов). Кроме того, на балансе АО "Банк Русский Стандарт" присутствуют требования к контрагентам, имеющим признаки, свидетельствующие о возможном отсутствии у них реальной деятельности, на 43 млрд руб., из которых зарезервирована лишь половина. Не в пользу кредитного качества выступают и продолжившиеся в 1 кв. инвестиции в компанию RoustCorp (1,25 млрд руб.), которая в 2016 г. получила убыток 4 млрд руб., общий объем инвестиций в ассоциированные организации вырос на 4,7 млрд руб. до 19,4 млрд руб. (т.е. почти половина всего капитала размещена в связанных организациях). Бонды RUSB 17 неликвидны и котируются с YTM 6-11%. Бонды raу-in-kind RUSB 22 (@ 13%), на которые произошел обмен субординированного долга при реструктуризации в октябре 2015 г., котируются ~65% номинала (YTM 27%), заметно подорожав с момента выпуска (30%), что все еще предполагает высокую вероятность конвертации их в акции. Напомним, что по плану реструктуризации банк в 2017 г. должен получить по РСБУ чистую прибыль 5,3 млрд руб. (в 1 кв. получено всего 632 млн руб.). Это предполагает, что к началу 2П банк полностью покроет старые плохие кредиты и сократит стоимость риска.

ГПБ: "некапитальное" увеличение прибыли. См. стр. 2

Газпром: рост оборотного капитала сократил свободный денежный поток. См. стр. 3

ГПБ: "некапитальное" увеличение прибыли

Прибыль может оказаться под давлением сужения чистой процентной маржи

Финансовые результаты Газпромбанка (BB+/Ba2/BB+) за 1 кв. 2017 г. мы оцениваем умеренно-позитивно: чистая прибыль составила 7,35 млрд руб. (12 млрд руб. в 4 кв. 2016 г.), при этом не было каких-либо разовых эффектов (переоценок) за исключением дохода от инвестиций в зависимые предприятия, к которым относятся АО СОГАЗ, Эльгинский угольный комплекс, ООО "Магистраль северной столицы", в размере 2,8 млрд руб. Сужение чистой процентной маржи на 20 б.п. до 2,8% стало следствием произведенных списаний на сумму 4,8 млрд руб. (и соответствующего списания ранее начисленного процентного дохода по активу). После значительного восстановления резервов в 4 кв. заметного повышения стоимости риска не произошло (0,4%). Учитывая ожидаемое снижение ключевой ставки (которое уже учтено в стоимости фондирования), мы ждем сужения чистой процентной маржи (в этой связи ограничены возможности для увеличения прибыли).

Выплата дивидендов, несмотря на низкий запас капитала

Полученная прибыль при стабильном RWA не транслировалась в улучшение показателей достаточности капитала: по РСБУ показатель достаточности основного капитала по группе H20.2 составил 8,4% при минимально допустимом уровне 6,775% (с учетом буфера за системную значимость). Запас капитала по-прежнему является небольшим: по нашим оценкам, банк может абсорбировать дополнительный убыток в размере 89 млрд руб. (2,6% портфеля). Эмиссия акций на 60 млрд руб., которая могла бы повысить достаточность капитала на 1 п.п., еще не была выкуплена действующими акционерами. В то же время в мае по итогам 2016 г. были назначены дивидендные выплаты в размере 14,6 млрд руб. (без учета уже выплаченных промежуточных дивидендов в размере 7,5 млрд руб.), то есть всего по прошлому году, в котором банк заработал 29 млрд руб., 76% прибыли будет направлено на дивиденды.

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Активы	5 282,1	4 879,2	+8%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 381,4	3 503,9	-3%
розничные	328,5	329,1	0%
корпоративные	3 052,8	3 174,7	-4%
NPL (90+)/Кредитный портфель	2,9%	3,0%	-0,1 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	3 765,4	3 330,8	+13%
Собственный капитал	498,6	494,5	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	13,5%	13,5%	0 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	29,1	30,5	-5%
Чистый комиссионный доход	2,9	4,4	-34%
Чистая прибыль	7,3	12,0	-39%
Чистая процентная маржа	2,8%	3,0%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Низкая кредитная активность

Кредитный портфель в 1 кв. сократился на 3,5% до 3,38 трлн руб., что произошло за счет переоценки валютных кредитов и их сокращения, при этом объем рублевых кредитов подрос на 15 млрд руб. В розничном сегменте кредитная активность в ипотеке сошла на нет, некоторый рост наблюдался в потребительских кредитах.

Признаки ухудшения качества кредитов

В 1 кв. показатель NPL 90+ почти не изменился (83 млрд руб.), благодаря произведенным списаниям, однако появились признаки ухудшения качества: объем кредитов на ранней стадии просрочки NPL 1-90 дней увеличился с 14,1 млрд руб. до 43 млрд руб. В сравнении с размером обесцененных, но непросроченных корпоративных кредитов (697 млрд руб., или 23% сегмента), резервирование на уровне 7,8% сегмента не выглядит избыточным.

**Большой приток
рублевой
ликвидности**

В обязательствах произошел приток валютной (остатки на долларовых счетах корпоративных клиентов увеличились на 2,1 млрд долл.) и рублевой ликвидности (+396 млрд руб.), при этом от предприятий, аффилированных с государством, поступило 331 млрд руб., а остатки на счетах НПФ Газфонда и ПАО Газпром и его дочерних компаний выросли на 150 млрд руб. Избыток рублевой ликвидности был размещен, в том числе, на депозитах в ЦБ. На 1 мая ГПБ является нетто-кредитором на рынке рублевого МБК, но сохраняется чистый долг перед Минфином и ЦБ РФ (63 млрд руб.). ГПБ все еще остается нетто-должником на рынке валютного МБК: долг перед банками-нерезидентами на 1 мая составил 102 млрд руб. (1,8 млрд долл.).

Суборд GPBRU 23 котируется с премией 170 б.п. к субордам SBERRU 24, что справедливо отражает невысокий запас капитала у ГПБ в сравнении со Сбербанком (планируемая докапитализация нивелируется выплатой дивидендов). GPBRU регр. выглядит дорого при текущей доходности 7,6%. Лучшей ему альтернативой является старший выпуск GAZPRU 34 с текущей доходностью 6,3%. Среди бумаг госбанков мы рекомендуем покупать суборды SBERRU 23 с YTM 4,4%.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

**Газпром: рост оборотного капитала сократил свободный денежный
поток****Негативный эффект от
роста оборотного
капитала составил 240
млрд руб.**

Вчера Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал нейтральные финансовые результаты за 1 кв. 2017 г. Так, выручка выросла на 3% г./г., показатель EBITDA практически не изменился, а чистая прибыль упала лишь на 6% г./г. Свободный денежный поток ушел глубоко в минус (-216 млрд руб.), но главным образом из-за роста оборотного капитала на 293 млрд руб. Столь значительное изменение связано с перекалфикацией части депозитов и денежных средств в прочие активы. Стоит отметить, что в 1 кв. 2016 г. ситуация была обратной (оборотный капитал сократился на 240 млрд руб.). В целом без учета этих изменений свободный денежный поток до вычета процентных платежей оказался в положительной зоне - 76,5 млрд руб. Долговая нагрузка увеличилась до 1,58х с 1,49х Чистый долг/EBITDA LTM. На счетах компании накоплено 689,8 млрд руб., что существенно превышает краткосрочную задолженность (432,5 млрд руб.). Но нужно учитывать, что Газпрому предстоит выплатить дивиденды в объеме 190 млрд руб.

**Газпром вновь
повышает план по
капвложениям до 1,8
трлн руб.**

На телеконференции менеджмент повысил прогноз на 2017 г. по капитальным вложениям на 3% до 1,8 трлн руб., включая НДС, а также по объемам добычи - с 442,3 млрд куб. м до 450-454 млрд куб. м (в 2016 г. - 419,1 млрд куб. м). EBITDA прогнозируется как минимум на уровне 2016 г., и возможен рост в пределах 10% г./г. Мы по-прежнему считаем, что в 2017 г. свободный денежный поток с учетом выплаты процентных платежей останется в отрицательной зоне. В итоге стоит ожидать дальнейшего роста долговой нагрузки.

**Решение
Стокгольмского
арбитража не повлияет
на финансовое
положение**

Менеджмент Газпрома не комментировал новости по предварительному решению Стокгольмского арбитража по поводу конфликта между компанией и украинским Нафтогазом, так как финальное решение будет принято только в июне. Тем не менее, исходя из текущих новостей в СМИ, спор разрешится нейтрально с точки зрения финансового состояния Газпрома.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2017	1 кв. 2016	изм.	1 кв. 2017	4 кв. 2016	изм.
Выручка	1 801 098	1 755 872	+3%	1 801 098	1 721 910	+5%
EBITDA	443 697	443 921	0%	443 697	305 674	+45%
Рентабельность по EBITDA	24,6%	25,3%	-0,6 п.п.	24,6%	17,8%	+6,9 п.п.
Чистая прибыль	350 387	373 341	-6%	350 387	259 713	+35%
Чистая рентабельность	19,5%	21,3%	-1,8 п.п.	19,5%	15,1%	+4,4 п.п.
Операционный денежный поток	105 402	674 327	-84%	105 402	394 848	-73%
Капитальные вложения	-321 487	-436 932	-26%	-321 487	-299 726	+7%
Свободный денежный поток*	-216 085	237 395	-	-216 085	95 122	-

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2017	31 дек. 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 730 059	2 829 623	-4%
Краткосрочный долг	432 506	447 080	-3%
Долгосрочный долг	2 297 553	2 382 543	-4%
Чистый долг	2 043 313	1 932 895	+6%
Чистый долг/ЕБИТДА ITM**	1,6x	1,5x	-

* до вычета процентных платежей; **ЕБИТДА за последние 12 месяцев
 Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Экспорт в Европу увеличился на 13% г./г.

В 1 кв. 2017 г. объем продаж газа вырос на 11% г./г. до 160 млрд куб. м: экспорт в дальнее зарубежье - 66 млрд куб. м (+13% г./г.), экспорт в страны бывшего Советского Союза - 12,5 млрд куб. м (+15% г./г.), продажи в РФ - 82 млрд куб. м (+8,4% г./г.). Тем не менее, рост продаж был нивелирован снижением цен в рублях: для дальнего зарубежья они упали на 20% г./г. до 11,2 тыс. руб. за 1 тыс. куб. м, для стран бывшего Советского Союза - на 23% г./г. до 9 тыс. руб., в РФ - на 1,4% г./г. до 3,8 тыс. руб. В итоге валовая выручка от продаж газа снизилась на 6% г./г. до 1,16 трлн руб. Однако за счет роста доходов от продаж нефти, нефтепродуктов и электроэнергии итоговая чистая выручка выросла на 4,5% г./г. до 1,82 трлн руб.

Рентабельность немного сократилась на фоне роста налогов

Рентабельность по ЕБИТДА сократилась до 24,6% с 25,3% в 1 кв. 2016 г., в первую очередь, на фоне увеличения налоговой нагрузки. Так, расходы по налогам (без учета экспортных пошлин и налога на прибыль) выросли на 35,5% г./г. до 295 млрд руб. В целом мы полагаем, что рентабельность в 2017 г. будет несколько ниже 2016 г. по причине дополнительной налоговой нагрузки, тем не менее, это может быть частично компенсировано увеличением объемов продаж и восстановлением цен.

Капвложения отстают от плана

В 1 кв. 2017 г. капитальные вложения Газпрома оказались достаточно низкими - лишь 321,5 млрд руб. (-26,4% г./г.), что не согласуется с планами на 2017 г. по росту инвестиций на 14,5% г./г. Тем не менее, мы полагаем, что стоит ожидать их увеличения в последующих кварталах и, главным образом - в 4 кв. 2017 г. Напомним, в 2017 г. Газпром намерен инвестировать 110,7 млрд руб. в Северный поток 2, около 159 млрд руб. будет направлено на проект Сила Сибири и 42 млрд руб. - на Турецкий поток. На телеконференции менеджмент также сообщил, что суммарные инвестиции по Восточной газовой программе, включая газопровод Сила Сибири и развитие Чайанды до 2039 г., составят 2 трлн руб. Но эта сумма не учитывает строительство Амурского ГПЗ и расширение газопровода Сила Сибири с 38 млрд куб. м до 50 млрд куб. м.

Среди бумаг Газпрома мы сохраняем рекомендацию на покупку номинированных в евро выпусков GAZPRU 20, 21 (с YTM 3,5%, YTM 3,7%), они предполагают премию 50 б.п. к долларовой бумаге эмитента. Для долгосрочных вложений интересным выглядит GAZPRU 34 со ставкой купона 8,625% годовых, что соответствует текущей доходности 6,3%, для сравнения - выпуск VTB регр с купонами 9,5% (которые по усмотрению эмитента могут быть не выплачены) имеет текущую доходность всего 8,4%.

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

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.

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	



#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.