



3 апреля 2017 г.

Мировые рынки

Макростатистика по США выступает не в пользу продолжения игры на повышение

Новый отчет по настроениям потребителей оказался хуже ожиданий: значение индекса в марте составило 96,9 (консенсус-прогноз: 97,6) и стало ниже уровня февраля. Несмотря на восстановление цен на нефть, согласно отчету, инфляционные ожидания снизились (на 20 б.п. до 2,5% через год и на 10 б.п. до 2,4% через 5 лет), что ставит вопрос относительно роста зарплат и улучшения экономических условий. По-видимому, негативное влияние на настроения потребителей, которые сильно расслоены по политической принадлежности, оказала неудачная попытка по отмене Обамасаре. В таких условиях (невпечатляющих макроданных), когда обещанные Д. Трампом стимулы "подвисли" на неопределенное время, ставка на существенный рост корпоративных прибылей и индексов акций может не реализоваться. Американские индексы акций скорректировались вниз (на 0,23%, S&P 500), доходность 10-летних UST опустилась ниже YTM 2,4%. Некоторую поддержку нефти (53,5 долл./барр., Brent) оказывают спекуляции на тему пролонгации ограничения добычи странами ОПЕК.

Экономика

Росстат "вывел" экономику России из рецессии

В пятницу Росстат опубликовал оценку ВВП за 4 кв. 2016 г. Конец года оказался лучшим с 4 кв. 2014 г.: впервые с этого момента экономика достигла положительных темпов роста (0,3% г./г.) и вышла из рецессии. Отметим, что в 4 кв. улучшение ВВП происходило равномерно: негативный вклад потребительского спроса сократился до минус 1,6 п.п. к росту ВВП, а спад инвестиций оказался близким к нулю. Вклад чистого экспорта составил +0,9 п.п. к росту ВВП на фоне увеличения экспорта на 3,7% г./г. при видимом отсутствии восстановления физических объемов импорта (+0,3% г./г.). Достаточно ощутимую поддержку экономика получила за счет роста материальных запасов (+0,8 п.п.). По уточненным квартальным данным, масштаб рецессии нынешнего кризиса оказался менее продолжительным по времени (6 кварталов): кризис начался в 1 кв. 2015 г., а в 3 кв. 2016 г. экономика уже перешла к положительным темпам роста кв./кв. (с учетом сезонности).

Новые данные в целом согласуются с динамикой производства, которое уже в 2016 г. вышло в плюс, но в сравнении с индикаторами спроса выглядят гораздо более позитивно. В частности, улучшение динамики потребительских расходов в ВВП (-1,7% г./г. в 4 кв. 2016 г.) значительно опережает восстановление оборота розничной торговли и платных услуг населению (в сумме -3,7% г./г.). Динамика запасов по-прежнему визуально улучшает показатели ВВП. Так, если в 2016 г. он сократился на 0,2%, то падение без учета запасов составило бы -1,3% г./г. Тем не менее, это не снижает волатильность внутриквартальной динамики ВВП: по оценке МЭР, заметному улучшению в 3-4 кв. 2016 г. ВВП обязан всплескам роста в августе и ноябре, в то время как в остальные месяцы наблюдался спад. По итогам 2017 г. мы ожидаем рост экономики на уровне 1%. Главным фактором улучшения, на наш взгляд, будет выступать постепенное восстановление потребительских расходов (+1,3 п.п. к ВВП) и продолжение увеличения запасов (+1,9 п.п. к ВВП). Вместе с тем мы полагаем, что, несмотря на продолжение улучшения в инвестициях, их рост будет невысоким (+0,6 п.п. к ВВП). Тормозить восстановление экономики будет ожидаемое сокращение вклада чистого экспорта (-2,9 п.п. к ВВП): восстановление внутреннего спроса будет стимулировать рост импорта, который будет опережать увеличение экспорта.

Рынок корпоративных облигаций

Global Ports (-/Ва3/ВВ-): штраф ФАС может составить свыше 50% EBITDA

ФАС предписал трем крупнейшим дочерним компаниям Global Ports выплатить штраф на сумму >7 млрд руб. за нарушение антимонопольного законодательства и получение сверхдоходов от злоупотребления доминирующим положением. Штраф должен быть выплачен в течение 180 дней, также необходимо устранить нарушение путем конвертации долларовых тарифов на перевалку контейнеров в рубли и, вероятно, снижения уровня этих цен. Штраф составляет ~55% EBITDA за 2016 г. (или ~70% свободного денежного потока) и сопоставим с объемом денежных средств на конец года. Более того, в связи с ожидаемым снижением выручки на TEU на 8-12% г./г. в этом году в результате ценовых инициатив по привлечению клиентов EBITDA может сократиться, т.к. потенциальный рост грузооборота от них может не компенсировать падение цен (EBITDA более чувствительна к ценам, а не к объемам). По нашим оценкам, свободный поток сократится на 10-15% г./г. за 2017 г. (с учетом снижения тарифов и капзатрат лишь на поддержание мощностей), а долговая нагрузка может превысить 4,5x (Чистый долг/LTM EBITDA). Компания уже сообщила, что будет оспаривать решение ФАС в суде. В российской практике были случаи, когда сумма штрафа ФАС значительно снижалась по итогам судебного разбирательства, а сроки выплат сильно затягивались, тем не менее, мы считаем новость существенно негативной для кредитного профиля. Бонды GLPRU 22, 23 не выглядят дешево, котируясь с премией всего 25 б.п. к кривой Евраза (Чистый долг = 3,1x LTM EBITDA), выпуски которого (EVRAZ 22, 23) являются лучшей альтернативой.

ГПБ: роспуск резервов обусловил прибыль. См. стр. 2

ГПБ: роспуск резервов обусловил прибыль

Прибыль могла быть выше, если бы не большой убыток медиа-активов

Финансовые результаты Газпромбанка (BB+/Ba2/BB+) за 4 кв. 2016 г. оказались лучше 3 кв., несмотря на снижение чистого процентного дохода (чистая процентная маржа сократилась на 20 б.п. до 3%): чистая прибыль выросла с 2,9 млрд руб. до 12 млрд руб., что стало следствием значительного восстановления ранее созданных резервов под обесценение плохих активов (+32,75 млрд руб. против -17 млрд руб. в 3 кв.), а также положительной переоценки финансовых активов (+8,14 млрд руб.), которая могла быть получена на росте акций Газпрома (+15% в 4 кв., но в 1 кв. 2017 г. произошло обратное движение). Напомним, что в декабре Минфин исполнил госгарантии и досрочно погасил кредиты ОПК (часть из которых, скорее всего, была необслуживаемой или имела другие признаки обесценения), это и могло привести к столь большому высвобождению средств из резервов. Негативное влияние на результат оказал небанковский бизнес, убыток по нему в 4 кв. составил 13 млрд руб., из которых 7,8 млрд руб. пришлось на медиа-активы Группы ГПБ. Кроме того, из-за ухудшения рынка рекламы была пересмотрена оценка телекомпании НТВ с 7,18 млрд руб. до 3,72 млрд руб., также была понижена оценка кинопроизводителя и дистрибьютера Central Partnership с 1,34 млрд руб. до 319 млн руб. Из-за этого обесценение гудвила составило 5,5 млрд руб. Также были созданы резервы под обесценение непроцентных активов на 10,8 млрд руб.

Есть лишь небольшой запас капитала

Из-за эффекта курсовых разниц полученная прибыль не транслировалась в заметное увеличение капитала по МСФО, достаточность капитала 1-го уровня осталась на уровне 10% (Базель 1). Однако по РСБУ (Базель 3) Группе ГПБ удалось заметно восстановить этот показатель с 7,9% до 8,5% 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 82 млрд руб. (2,3% портфеля). После отчетной даты на собрании акционеров была одобрена эмиссия акций в объеме 60 млрд руб. в пользу текущих акционеров, что, по нашим оценкам, повысит достаточность капитала на 1 п.п.

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2016	30 сент. 2016	изм.
Активы	4 879,2	4 928,2	-1%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 503,9	3 389,9	+3%
розничные	329,1	326,8	+1%
корпоративные	3 174,7	3 063,1	+4%
NPL (90+)/Кредитный портфель	3,0%	3,0%	0 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	3 330,8	3 174,9	+5%
Собственный капитал	494,5	496,1	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	13,5%	13,6%	-0,1 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2016	3 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	30,5	31,8	-4%
Чистый комиссионный доход	4,4	3,5	+26%
Чистая прибыль	12,0	2,9	+4,1x
Чистая процентная маржа	3,0%	3,2%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Существенный прирост кредитования "нефтянки" и финансовых компаний

Кредитный портфель в 4 кв. вырос на 3,3% до 3,5 трлн руб., за год прирост оказался нулевым (выдано было столько же, сколько погашено). В рублевое кредитование ушло 134 млрд руб., в евро - 3 млрд евро, из долларового, напротив, высвободилось 2 млрд долл. Основной рост был обеспечен корпоративным кредитованием (+111 млрд руб.), в котором сегменты "добыча, транспортировка и сбыт нефти" и "финансовые и страховые компании" выросли с 347 млрд руб. до 523 млрд руб. и с 75,2 млрд руб. до 295 млрд руб., соответственно, при этом спад произошел в сегменте "химическая и нефтехимическая промышленность" с 440 млрд руб. до 238 млрд руб. Такие существенные изменения структуры кредитных портфелей наблюдались и у других крупных госбанков (Сбербанка, ВТБ), что, вероятно, обусловлено структурированием

сделки по приватизации Роснефти. В розничном сегменте основная кредитная активность по-прежнему сосредоточена в ипотеке (+3,2% кв./кв., +7,2% г./г.).

Кредитный риск все еще может реализоваться

В 4 кв. кредитный риск стабилизировался: показатель NPL 90+ уменьшился с 95,4 млрд руб. до 84 млрд руб., показатель NPL 1-90 дней с 27,4 млрд руб. до 14,1 млрд руб. Однако негативным моментом является продолжающийся рост объема непросроченных, но обесцененных корпоративных кредитов (+10% кв./кв. до 766 млрд руб., что занимает 24% всего сегмента). В этой связи резервирование на уровне 7,3% портфеля не выглядит избыточным.

Сохраняется дефицит валютной и рублевой ликвидности

В обязательствах произошел приток валютной (остатки на долларовых счетах корпоративных клиентов увеличились на 3,3 млрд долл.) и рублевой ликвидности (+60 млрд руб.), при этом ПАО Газпром и его дочерние компании разместили 148 млрд руб. (их средства в ГПБ увеличились до 675 млрд руб.). Валютные активы не увеличились в таком же объеме, как валютные обязательства, в результате на балансе образовалась короткая позиция по долларам и евро на 209 млрд руб. в рублевом эквиваленте. ГПБ все еще остается нетто-должником на рынке валютных МБК: долг перед банками-нерезидентами на 1 марта составил 113 млрд руб. (1,84 млрд долл.).

Ситуация с рублевой ликвидностью в 4 кв. не улучшилась: чистый долг банка перед Минфином/ЦБ РФ (привлечения за вычетом размещений) составил 148 млрд руб. На 1 марта чистый долг увеличился до 182 млрд руб. за счет привлечения относительно дешевых депозитов Минфина. Состояние структурного дефицита рублевой ликвидности, в котором все еще находится ГПБ, является фактором, сдерживающим удешевление фондирования.

Докапитализация от Газпрома является существенным фактором, усиливающим кредитное качество банка. Суборд GPBRU 23 котируется с премией 150 б.п. к субордам SBERRU 24, что соответствует 6-месячному среднему значению (GPBRU 23 могут быть интересны в рамках агрессивной стратегии). Среди бумаг госбанков мы рекомендуем покупать суборды SBERRU 23 (с купоном 5,25%, УТМ 4,7%).

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

Единовременная выплата пенсионерам поддержала потребительский спрос

Промышленное производство: в ожидании восстановления внутреннего потребления

Рынок облигаций

Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Размещение с обменом суверенных бондов РФ на горизонте

Валютный рынок

Рубль пока не готов к ослаблению, несмотря на заявления чиновников

Укрепление рубля вновь делает привлекательной покупку долларов

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо текущего счета в январе в пользу более слабого рубля

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Инфляция

Ускоренная дезинфляция — 5,4% за 2016 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ может сократить шаг снижения ключевой ставки, но не ближайшие месяцы

Ужесточение риторики ЦБ почти не оставляет шансов на снижение ставки до лета

Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Бюджетная политика

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

Взгляд Правительства на приватизацию 2017-2019 гг. остался консервативным

Повышение налогов: цена вопроса

Банковский сектор

Банк Пересвет: при санации держатели облигаций попали под bail-in

Уточнения состава обязательств ФОР вступают в силу



#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	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
	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
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.