



Мировые рынки

Китай решил на девальвацию

Утром во вторник основной темой на глобальных финансовых рынках стала девальвация юаня Народным Банком Китая на 1,9%, что стало сильнейшим единоразовым снижением с середины 90-х гг. Это вызвало симметричную реакцию на сырьевых рынках – цветные металлы и золото подешевели более, чем на 1%, а азиатские и европейские рынки акций и фьючерсы на фондовые индексы США снижаются на 0,5-1%, в связи с опасениями снижения спроса со стороны китайских производителей и потребителей. Нефть марки Brent закрепились вблизи уровня 50 долл./барр., после вчерашнего роста более, чем на 3%. При этом, курс евро превысил психологическую отметку 1,1 евро/долл. в связи с достижением договоренности между руководством Греции и европейскими монетарными властями относительно нового пакета финансовой помощи на 86 млрд евро. Девальвация юаня не слишком сильно затронула российский рынок: доходность еврообондов Russia 42 снизилась на 2 б.п. и составляет 6,22%, при этом значение спреда к бразильским бумагам вышло в положительную территорию и составило +20 б.п., а рубль укрепился на 1,5%.

Валютный и денежный рынок

Аномально низкие ставки МБК должны постепенно прийти в норму по мере сокращения лимитов рублевого рефинансирования ЦБ и приближения налогового периода

Прошедшая неделя оказалась чрезмерно комфортной для денежного рынка и ставок. Несмотря на снижение ЦБ лимитов недельного РЕПО на 470 млрд руб. до 1,12 трлн руб., суммарный запас рублевых средств банков на к/с и депозитах в ЦБ в этот понедельник остался очень высоким (1,4 трлн руб. на утро). Причем на рубеже нового периода усреднения банки нарастили их до 1,5 трлн руб. по состоянию сегодня на утро. Причиной накопления такого запаса рублевой ликвидности является значительный приток бюджетных средств, общий объем которого с начала августа насчитывает уже более 500 млрд руб., тогда как погашение депозитов перед Казначейством "съело" лишь ~49 млрд руб. Неудивительно, что на этом фоне короткие ставки МБК продолжают находиться ниже уровня ключевой ставки ЦБ (11%). Отрицательный спред о/п ставки МБК к ключевой ставке ЦБ по сравнению с предыдущей неделей сжался только на 25 б.п., и короткие ставки сейчас находятся на уровне 10,25-10,5% против 10,1-10,25% на прошлой неделе. Очередное снижение ЦБ лимитов недельного РЕПО на 220 млрд руб. до 900 млрд руб. предполагает лишь стерилизацию ЦБ новых поступлений рублевых средств из бюджета (по прогнозам регулятора +168 млрд руб. с 11 по 18 августа), но не должно уменьшить имеющиеся остатки. Расчеты по аукциону 312-П на 3 мес. (аукцион вчера, расчеты завтра) не должны повлиять на ставки, поскольку из предложенных 800 млрд руб. банки привлекли столько, сколько необходимо для компенсации погашения старой задолженности, а именно, 748,7 млрд руб. (по 11,25%). Возможно, что ЦБ ожидает естественное выравнивание коротких ставок с ключевой ставкой с наступлением нового налогового периода (основные выплаты 25-28 августа) и не стремится заранее изъять излишки рублевых средств, которые совсем скоро "уйдут" на счета Казначейства с налоговыми выплатами.

Экономика

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация может улучшиться, но несильно

Согласно предварительной оценке Росстата, падение ВВП во 2 кв. 2015 г. ускорилось до -4,6% год к году против -2,2% год к году в 1 кв. 2015 г. Хотя это немного лучше нашей первой оценки (-4,8% г./г.), новые данные не создают каких-либо явных предпосылок для улучшения нашего годового прогноза, согласно которому падение ВВП в 2015 г. может достигать -4%. Новая статистика в том числе демонстрирует и то, что достаточно оптимистичные ожидания МЭР (-4,4% г./г. во 2 кв. и возможный спад экономики в 2015 г. меньше текущего прогноза -2,8% г./г.) пока не находят явного подтверждения. Напомним, что макроданные за июнь говорят не в пользу какого-либо значительного изменения тренда по сокращению ВВП ввиду продолжающегося снижения инвестиций и ускорения падения розничного товарооборота. Кроме того, продолжающееся ослабление рубля затруднит восстановление динамики реальных доходов, а значит, и потребительской активности, а именно с этим фактором связана официальная гипотеза о быстром выходе из рецессии во 2П 2015 г. Хотя мы считаем, что рецессия еще может продолжиться в начале 3 кв. 2015 г., темпы снижения ВВП г./г. постепенно начнут замедляться и уже по итогам 3 кв. – 4 кв. можно будет наблюдать прирост ВВП с учетом сезонности квартал к кварталу. Однако нужно понимать, что падение ВВП в 3 кв. г./г. едва ли будет существенно меньше, чем во 2 кв. Кроме того, сейчас мы пересматриваем в негативную сторону среднесрочный прогноз цены на нефть, и, согласно поправкам, цены на энергоносители лишь незначительно восстановятся с текущих уровней в оставшиеся месяцы года. Это также повышает вероятность реализации нашего изначально более пессимистичного в сравнении с официальными оценками базового прогноза по ВВП в 2015 г. (-4%).

Рынок корпоративных облигаций

Газпром: снижение экспорта компенсировано падением рубля. См. стр. 2

Газпром: снижение экспорта компенсировано падением рубля

Неплохие результаты за счет высокого свободного денежного потока

Вчера Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Выручка незначительно выросла (+4% г./г.), а показатель EBITDA практически не изменился (-1% г./г.). При этом чистая прибыль выросла почти на 70% г./г. за счет резкого сокращения убытка по курсовым разницам и более низкого уровня эффективной налоговой ставки на прибыль. Газпром в очередной раз сгенерировал существенный свободный денежный поток (252 млрд руб.), который позволил сократить чистый долг на 12% кв./кв., а долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA LTM снизилась с 0,93x до 0,81x. Однако мы полагаем, что в ближайшие годы долговая нагрузка Газпрома существенно возрастет из-за необходимости финансирования проектов по реализации газа в Китай, а также возможного строительства Турецкого потока. На телеконференции по результатам менеджмент заявил, что Газпром способен самостоятельно финансировать свою инвестиционную программу, тем не менее, поддержка государства может рассматриваться в случае ухудшения ситуации (например, ужесточение санкций). Напомним, правительство намерено до 1 сентября утвердить план господдержки строительства Силы Сибири.

Турецкий поток, в свою очередь, все еще находится под вопросом. При этом Газпром уже оценил подводную часть (660 км) 4-х ниток газопровода в 11,4 млрд евро, а стоимость первой нитки в 4,3 млрд евро. Напомним, подводная часть Южного потока (930 км) оценивалась в 14 млрд евро (оценка была повышена в октябре 2014 г. с 10 млрд евро). Таким образом, один км Турецкого потока обойдется на 15% дороже Южного (17,3 млн евро/км против 15 млн евро/км).

Остается также нерешенным вопрос о штрафных санкциях со стороны Еврокомиссии за нарушение антимонопольного законодательства в ЕС, которые могут составить 10% от выручки на рынках 8 стран. На данный момент судебное разбирательство приостановлено. Газпром намерен найти компромиссное решение, не доводя дело до суда. Компания должна предоставить формальный ответ до 11 сентября 2015 г.

Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.
Выручка	1 630 240	1 562 539	+4%	1 630 240	1 549 876	+5%
EBITDA	582 926	587 538	-1%	582 926	438 893	+33%
Рентабельность по EBITDA	35,8%	37,6%	-1,8 п.п.	35,8%	28,3%	+7,4 п.п.
Чистая прибыль	389 618	231 664	+68%	389 618	-415 462	-
Чистая рентабельность	23,9%	14,8%	+9,1 п.п.	23,9%	-	-
Операционный денежный поток	696 196	688 422	+1%	696 196	615 614	+13%
Капитальные вложения	-444 280	-398 557	+11%	-444 280	-332 135	+34%
Свободный денежный поток	251 916	289 865	-13%	251 916	283 479	-11%

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015	31 декабря 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 676 411	2 688 824	0%
Краткосрочный долг	509 033	464 782	+10%
Долгосрочный долг	2 167 378	2 224 042	-3%
Чистый долг	1 448 266	1 650 633	-12%
Чистый долг/EBITDA LTM *	0,81x	0,93x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Газпром сократил экспорт в ЕС в 1 кв.

В 1 кв. 2015 г. Газпром реализовал 132 млрд куб. м газа, что на 10,3% г./г. ниже уровня аналогичного периода прошлого года. Поставки газа в Европу сократились на 16% г./г. до 39,1 млрд куб. м. Экспорт в СНГ упал на 21% г./г. до 12,9 млрд куб. м. Снижение экспорта связано с сокращением спроса со стороны Украины и ограничением поставок российского газа в ЕС. Средняя цена поставок в Европу упала на 24% г./г. до 284 долл./тыс. куб. м, а стоимость газа для СНГ снизилась на 12% до 213 долл./тыс. куб. м. По прогнозу менеджмента, в 2015 г. Газпром поставит в дальнее зарубежье около 156-160 млрд куб. м, а общий экспорт составит 180-182 млрд куб. м. Средняя цена реализации в ЕС может быть около 235 - 242 долл./тыс. куб. м. Мы полагаем, что такой план по экспорту может быть выполнен, так как ЕС и Украине необходимы дополнительные объемы газа для заполнения хранилищ, которые были истощены за зимний период в условиях ограниченных поставок газа из РФ.

Снижение рентабельности из-за роста расходов

Рентабельность по EBITDA упала незначительно с 37,6% в 1 кв. 2014 г. до 35,8% в 1 кв. 2015 г. Операционные расходы (до эффекта изменений в балансе готовой продукции, амортизации и резервов) увеличились на 15% г./г. до 990 млрд руб. Одним из главных факторов роста расходов и снижения рентабельности оказался рост тарифов за транзит через третьи страны: затраты на транзит при снижении экспорта газа выросли на 30% г./г. В том числе выросли расходы по налогам (+14% г./г.), закупкам углеводородов (+15% г./г.) и на персонал (+12,5% г./г.).

Газпром может самостоятельно покрыть инвестпрограмму

Капитальные вложения Газпрома за 1 кв. 2015 г. составили по МСФО 444 млрд руб. (+11% г./г.). В 2015 г. компания планировала инвестировать 1,6 трлн руб. (для сравнения - в 2014 г. было инвестировано 1,26 трлн руб.). Мы полагаем, что Газпром может самостоятельно обеспечить инвестиционную программу 2015 г., но будет использовать долговые рынки для улучшения качества долгового портфеля. На наш взгляд, в ближайшие три года увеличение инвестиций и рост дивидендных отчислений приведет к повышению долговой нагрузки.

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru
+7 495 221 9849



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"

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

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

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

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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



#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
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.