



18 января 2016 г.

## Мировые рынки

### В ожидании иранской нефти

Основной темой выходных, безусловно, стало снятие международных санкций с Ирана, в результате чего котировки нефти марки Brent упали ниже отметки 29 долл./барр. Рынки акций стран-экспортёров нефти также отреагировали болезненно, к примеру, индекс фондовой биржи Саудовской Аравии Tadawul в воскресенье упал на 5,4%. Сводный индекс развивающихся рынков акций MSCI Emerging Markets находится на минимуме с середины 2009 г., а сводный индекс сырьевых товаров Bloomberg – на историческом минимуме с начала расчёта в 1991 г. Тем не менее, в понедельник утром китайский индекс Shanghai Composite растёт благодаря мерам ЦБ Китая по ограничению ликвидности путём введения новых норм резервирования, что, судя по всему, расценивается инвесторами как сигнал о намерении китайских властей приостановить девальвацию юаня. Фьючерсы на европейские и американские индексы также торгуются в плюсе. Основным событием этой недели должна стать завтрашняя публикация данных по ВВП Китая за 4 кв. 2015 г., поскольку замедление роста экономики этой страны наряду с растущим предложением нефти является одним из важнейших факторов, оказывающих давление на мировые финансовые рынки. Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, рынок ожидает роста на 6,9%, что совпадает с темпом роста в 3 кв. 2015 г.

### Влияние снятия санкций с Ирана на нефтяные котировки: шока не ожидается

На наш взгляд, влияние на нефтяные котировки будет во многом зависеть от возможностей Ирана по наращиванию добычи с текущих 2,7-2,9 млн барр./сутки. Мы полагаем, что ему не удастся выйти на досанкционные уровни (около 4 млн барр. в сутки) в 2016 г. Более вероятно достижение этого уровня в 2017-2018 гг., так как требуются существенные финансовые и производственные ресурсы для столь существенного роста, а политические и финансовые риски для зарубежных компаний по-прежнему высоки. Однако есть еще риск выброса накопленных запасов в танкерах, которые могут превышать 40 млн барр. Единовременное попадание таких объемов на рынок может резко обвалить цену, но, вероятно, это понимает и сам Иран, и данный процесс будет постепенным (в течение года или двух). Для российских компаний Иран может быть серьезным конкурентом, как на рынке нефти, так и газа, но в долгосрочной перспективе, скорее за горизонтом 2030 г. В среднесрочной же перспективе негативный эффект для российских компаний заключается в возможном снижении цен на нефть. Если страны-члены ОПЕК не будут резко увеличивать добычу (как это было в 2015 г.), то дисбаланс на рынке должен сократиться за счет роста спроса более чем на 1 млн барр./сутки. Наиболее важным сигналом к развороту цен на нефть может стать падение добычи вне ОПЕК у производителей с высокой себестоимостью, которым пока удается удерживать добычу, оптимизируя производство, и поддерживать финансовое положение благодаря хеджированию.

## Валютный и денежный рынок

### Короткие ставки денежного рынка стабилизировались: затишье перед налогами

Минувшая неделя характеризовалась снижением структурного дефицита рублевой ликвидности. Учитывая каким высоким был объем остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ после продолжительных новогодних праздников (2,3 трлн руб. на 11 января), неудивительно, что банки сильно снизили задолженность перед ЦБ: на 670 млрд руб. до 3 трлн руб. Это больше, чем чистый приток средств в банковскую систему от бюджетных поступлений и возвращения наличности (всего +370 млрд руб.). На этом фоне короткие ставки денежного рынка подросли незначительно, превышая сейчас ключевую ставку ЦБ (11%) лишь на 20-30 б.п. Поскольку основные налоговые платежи будут осуществляться с 25 января, а средства от возвращения наличности продолжают поступать в систему, отток рублевой ликвидности на этой неделе должен быть небольшим, что не должно создать какого-либо существенного давления на ставки. Между тем, многое будет зависеть от того, продолжит ли на этой неделе ЦБ сильное сокращение лимитов недельного РЕПО. Напомним, что из-за введения с 1 января нового норматива LCR, крупным банкам необходимо поддерживать дополнительную "подушку ликвидности" на корсчетах и депозитах в ЦБ, что существенно ограничивает возможности по дальнейшему снижению задолженности перед регуляторами до наступления нового сильного бюджетного притока, который ожидается в начале февраля. В декабре 2015 г., для поддержания этого норматива, по оценкам ЦБ, 10 системно-значимым банкам не хватало около 600 млрд руб. Если лимиты недельного РЕПО не будут сильно сокращены, короткие ставки денежного рынка останутся в среднем на текущем уровне и могут повыситься только на следующей неделе. Если лимиты сократятся, то есть вероятность начала роста ставок уже на этой неделе.

## Рынок корпоративных облигаций

Газпром: Свободный денежный поток ушел на дивиденды. См. стр. 2

## Газпром: Свободный денежный поток ушел на дивиденды

### Свободный денежный поток снова в плюсе

В пятницу Газпром (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал финансовую отчетность по итогам 3 кв. 2015 г. по МСФО, которую мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. Выручка увеличилась на 16% г./г., EBITDA выросла лишь на 3% г./г. до 491 млрд руб. Компании удалось сгенерировать небольшой свободный денежный поток в размере 29 млрд руб. Но это не помогло сократить долговую нагрузку, так как в 3 кв. 2015 г. Газпром выплатил дивиденды на сумму 200 млрд руб. В результате Чистый Долг/EBITDA LTM увеличился с 0,79х до 1,09х. В целом по итогам 9М 2015 г. свободный денежный поток составил лишь 230 млрд руб. (-38% г./г.), что немного больше выплаченных дивидендов. Мы полагаем, что долговая нагрузка Газпрома продолжит увеличиваться из-за падения цен на нефть и роста капитальных вложений, так как компании придется потратить существенные средства на финансирование проектов по поставкам газа в Китай и, возможно, новых проектов, ориентированных на Европу.

### Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	3 кв. 2014	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	1 309 038	1 129 116	16%	4 214 537	4 017 425	5%
EBITDA	490 875	475 248	3%	1 422 794	1 343 682	6%
Рентабельность по EBITDA	37,5%	42,1%	-4,6 п.п.	33,8%	33,4%	+0,3 п.п.
Чистая прибыль	- 985	107 428	-	690 271	572 654	21%
Чистая рентабельность	-0,1%	9,5%	-9,6 п.п.	16,4%	14,3%	+2,1 п.п.
Операционный поток	410 094	314 012	31%	1 395 331	1 300 155	7%
Капитальные вложения	-380 646	-309 315	23%	-1 165 551	-930 005	25%
Свободный поток	29 448	4 697	527%	229 780	370 150	-38%

  

в млн руб., если не указано иное	30 сентября 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 147 881	2 554 159	23%
Краткосрочный долг	679 888	508 169	34%
Долгосрочный долг	2 467 993	2 045 990	21%
Чистый долг	2 022 719	1 449 591	40%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,09х	0,79х	38%

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Экспорт в Европу постепенно восстанавливается

В 3 кв. Газпром реализовал 82 млрд куб. м газа, что на 9% выше уровня аналогичного периода 2014 г. Продажи газа в Европу (включая Турцию) увеличились на 23% г./г. до 45 млрд куб. м, но в целом по итогам 9М 2015 г. рост поставок составил лишь 2% г./г. до 125 млрд куб. м. В 3 кв. экспорт в СНГ вырос лишь на 5% до 6,3 млрд куб. м. Средняя цена для Европы составила 221 долл./1 тыс. куб. м., что на 31% ниже уровня прошлого года. Стоимость газа для СНГ снизилась на 20% до 160 долл./1 тыс. куб. м. Газпром уже заявил, что по итогам 2015 г. экспорт в Европу вырос на 8% г./г. до 159,4 млрд куб. м., а средняя цена в ЕС могла составить около 235 - 242 долл./1 тыс. куб. м.

### Рост расходов отстает от темпов выручки

Рентабельность по EBITDA снизилась с 42,1% в 3 кв. 2014 г. до 37,5% в 3 кв. 2015 г. Но с учетом коррекции показателя на расходы по статье "изменение оценочных резервов" рентабельность выросла с 34,9% до 39,2%. Операционные расходы (до эффекта изменений в балансе готовой продукции, амортизации и резервов) увеличились лишь на 8,5% г./г. до 878 млрд руб., при росте выручки на 16% г./г.

### Капвложения идут по плану

Капитальные вложения увеличились на 23% г./г. до 381 млрд руб, при операционном потоке в размере 410 млрд руб. (+31% г./г.). В целом за 9М 2015 г. капвложения выросли на 25% г./г. до 1,17 трлн руб. Напомним, план Газпрома по инвестициям на 2015 г. составлял 1,6 трлн руб. В феврале Газпром проведет День Инвестора на котором должен представить свои ожидания на 2016 г. Мы ждем увеличение инвестиций и рост дивидендных отчислений, что в итоге приведет к повышению долговой нагрузки в 2016-2018 гг.

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



# #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	



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

### Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

### Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

### Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

### Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

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

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

### Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

### Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



# #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 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
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.