



25 ноября 2016 г.

Мировые рынки

ЕЦБ видит возросшие риски внезапной коррекции глобальных финансовых рынков

Активность на рынках вчера была низкой из-за празднования Дня благодарения в США, что не помешало доходностям UST продолжить рост: 10-летние бумаги прибавили 2 б.п. до YTM 2,37%, при этом наклон кривой UST не изменился. Это указывает на то, что инвесторы закладывают в цены не только инфляционные риски, но и навес предложения госбумаг (для финансирования дефицита бюджета). Укрепление доллара и отсутствие конкретики по договоренности перед встречей (30 ноября) стран-производителей нефти с целью ограничения ее добычи оказало давление на котировки нефти (Brent подешевела на 1 долл. до 48,5 долл./барр.). Судя по росту рынка акций, инвесторы по каким-то причинам уверены в том, что планируемые бюджетные стимулы обязательно приведут к росту американской экономики, несмотря на существенное повышение стоимости заимствований. Интересно отметить опубликованный доклад ЕЦБ по финансовой стабильности, в котором указываются возросшие риски внезапной коррекции рынков вследствие распространяющейся политической неопределенности (в частности, этому могут способствовать предстоящие выборы в странах ЕС). Влияние на еврозону политики избранного президента Д. Трампа, которая, как предполагается, приведет к увеличению госрасходов и инфляции в США, трудно оценить из-за возможных протекционистских мер.

Валютный и денежный рынок

Роснефть готовится выпустить облигации на 1 трлн руб. Умеренно негативно для рубля

Новая программа напоминает ситуацию 2014 г., когда Роснефть выпустила в таком же объеме рублевые облигации и в обмен на них привлекла валютную ликвидность (в конечном итоге у ЦБ) для рефинансирования своего внешнего валютного долга. Сейчас ситуация иная: для расчетов по "автоприватизации" (711 млрд руб.) требуются рубли, в то время как основной объем ликвидных активов у Роснефти номинирован в валюте (рубли, скорее всего, были полностью потрачены на покупку Башнефти). Как следствие, у компании не будет необходимости конвертировать валюту в рубли в объеме, соответствующем размещенным облигациям, т.е. на эту величину предложение валюты на продажу на спот-рынке может сократиться (умеренно негативно для рубля). С другой стороны, сейчас такого объема свободной рублевой ликвидности у банков нет: депозиты, размещенные в ЦБ, составляют 588 млрд руб., и лишь частично могли бы быть использованы для покупки бумаг Роснефти. Теоретически часть выпуска мог бы выкупить Роснефтегаз, который, по нашим оценкам, располагает рублевой ликвидностью в объеме 272-354 млрд руб., но есть риск возникновения дефицита рублевой ликвидности у банка(-ов), в которых сейчас эти средства размещены. Возможно, для минимизации таких рисков размещение состоится в момент прихода в систему бюджетных расходов в форме погашения кредитов ВПК (800 млрд руб.), но и в этом случае традиционного смягчения условий на денежном рынке в декабре не произойдет (покупка бумаг Роснефти может негативно сказаться на ликвидности некоторых крупных банков).

Рынок корпоративных облигаций

МКБ: снижение отчислений в резервы поддержало прибыль

В 3 кв. 2016 г. МКБ (BB-/B1/BB) получил чистую прибыль на уровне 2 кв. (3,3 млрд руб.), что соответствует ROAE 11,5%, исходя из прибыли за 9М. Отметим, что заметный прирост кредитов (на 7,5%, кредитование компаний из пищевой, фармацевтической отраслей и металлургии) не транслировался в увеличение процентного дохода, который, напротив, сократился на 1,4%. При этом банк заметно нарастил задолженность на рынке МБК (+167 млрд руб.), которая является самым дорогим источником фондирования в текущих условиях нарастающего структурного профицита в системе, что свидетельствует о некотором дефиците ликвидности (отметим, что по РСБУ на 1 октября 2016 г. банк являлся нетто-заемщиком на рынке валютных МБК с чистым долгом 154 млрд руб./2,4 млрд долл.). В результате чистый процентный доход, несмотря на рост активов, даже снизился (-400 млн руб.). Удержать прибыль удалось исключительно благодаря снижению отчислений в резервы (на 1,28 млрд руб.), при этом улучшения качества кредитного портфеля не произошло: NPL 90+ остался на уровне 31,5 млрд руб. (4,8% портфеля), несмотря на произведенные списания (17,2 млрд руб., в частности, был списан долг Трансаэро). Но, судя по динамике NPL 1-90, дальнейшего ухудшения качества кредитов не происходит. Резервы покрывают NPL 90+ на 117% (147% во 2 кв.). Увеличение RWA (на 8,6%) вместе с переоценкой валютных субордов (укрепление рубля) нивелировало полученную прибыль в отношении достаточности общего капитала (-20 б.п.). На 1 ноября по РСБУ Н1.2 составил 7,4% (при минимально допустимом уровне 6,0%), что соответствует запасу капитала в 14,7 млрд руб. (2,4% кредитного портфеля без финансовых организаций, этого достаточно для покрытия всех кредитов с признаками обесценения). Рублевые краткосрочные выпуски МКБ БО-6 с YTP 10,7% @ апрель 2017 г. выглядят дорого в сравнении с ОФЗ (25080 котируется с YTM 9,11% @ апрель 2017 г.), учитывая различие в налогообложении и RW. Лучшей альтернативой являются 29011 (принесут близкий доход при нулевом кредитном риске). "Новый" суборд CRBKMO 18 (купон 8,7% год., YTM 7,1%) имеет премию 200 б.п. за субординацию, что справедливо, учитывая невысокий запас капитала. В текущих условиях повышения долларовых ставок интерес представляет короткий "старый" суборд STPETE 17 с YTM 3,6-4%.

Газпром нефть: вырвалась в лидеры по прибыльности. См. стр. 2

Газпром нефть: вырвалась в лидеры по прибыльности

**Долговая нагрузка
остается на уровне
1,9x**

Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) вчера опубликовала сильные финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2016 г., которые мы оцениваем позитивно с точки зрения кредитного профиля компании. Так, выручка выросла на 11% кв./кв., EBITDA - на 18% кв./кв. Для сравнения, показатель EBITDA уже отчитавшихся Башнефти и Роснефти упал на 13% и 19%, соответственно. Однако при этом Газпром нефть в очередной раз не смогла сгенерировать положительный свободный денежный поток из-за роста капитальных вложений (+21% кв./кв.). В результате долговая нагрузка осталась на прежнем уровне - 1,9x Чистый долг/EBITDA. На балансе компании остаток денежных средств составил 40 млрд руб., что покрывает менее половины краткосрочной задолженности (96 млрд руб.). Мы полагаем, что Газпром нефть будет рефинансировать большую часть этого долга (поскольку компания находится под санкциями - скорее всего, в российских банках), так как капвложения будут сопоставимы с операционным денежным потоком.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2016	2 кв. 2016	изм.	9М 2016	9М 2015	изм.
Выручка	450 249	405 075	+11%	1221 326	1238 248	-1%
EBITDA	100 439	85 277	+18%	263 393	247 994	+6%
Рентабельность по EBITDA	22,3%	21,1%	+1,2 п.п.	21,6%	20,0%	+1,6 п.п.
Чистая прибыль	60 527	50 155	+21%	152 274	133 294	+14%
Чистая рентабельность	13,4%	12,4%	+1,0 п.п.	12,5%	10,8%	+1,7 п.п.
Операционный денежный поток	89 819	62 299	+44%	235 614	219 627	+7%
Капвложения	-99 606	-82 498	+21%	-266 004	-234 238	+14%
Свободный денежный поток	-9 787	-20 199	-52%	-30 390	-14 611	+2,1x
в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2016			30 июня 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	682 383			709 347		-4%
Краткосрочный долг	96 070			106 581		-10%
Долгосрочный долг	586 313			602 766		-3%
Чистый долг	642 293			629 179		+2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,91x			1,94x		-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Вновь сильные
производственные
результаты**

В очередной раз Газпром нефть продемонстрировала сильные производственные результаты в сегменте добычи. Так, добыча жидких углеводородов увеличилась на 6,1% кв./кв. до 15,23 млн т. Основной рост был обеспечен опять за счет проектов Новый Порт и Приразломное. При этом суммарная добыча газа незначительно сократилась на 0,6% кв./кв. В сегменте переработки показатели по производству улучшились на 1,7% кв./кв. до 10,1 млн т. Но стоит отметить, что в целом за 9М 2016 г. объем производства нефтепродуктов сократился на 5,3% г./г. до 29,7 млн т. Снижение связано с оптимизацией выпуска на фоне налогового маневра.

**Неожиданный рост
рентабельности на
фоне роста
экспортных пошлин**

На фоне роста производства выручка компании увеличилась на 11% кв./кв. до 450 млрд руб. Рентабельность по EBITDA удалось увеличить до 22,3% с 21,1% кварталом ранее. Сам показатель EBITDA вырос на 18% кв./кв. При этом стоит учитывать, что за счет роста пошлин рентабельность экспорта нефти и нефтепродуктов значительно сократилась. Сильных результатов менеджменту удалось достичь за счет перераспределения потоков нефти, что в итоге привело к сокращению средних расходов на транспортировку по трубопроводу на 20% кв./кв. до 1,22 тыс. руб. за тонну.

**Капвложения,
скорее, превысят
план в 360 млрд
руб.**

В целом значительное увеличение выручки и рентабельности не позволило Газпром нефти сгенерировать положительный свободный денежный поток. Роста операционного денежного потока на 44% кв./кв. до 89,8 млрд руб. было недостаточно, чтобы покрыть возросшие инвестиции на 21% кв./кв. до 99,6 млрд руб. В целом по итогам 9М 2016 г. капвложения увеличились на 14% до 266 млрд руб. Мы полагаем, что в 2016 г. капзатраты немного превысят

25 ноября 2016 г.

запланированные 360 млрд руб. В 2017 г. стоит ожидать, что капитальные инвестиции останутся примерно на уровне 2016 г., и свободный денежный поток вновь будет в отрицательной зоне, что предполагает рефинансирование большей части краткосрочной задолженности компании. По ожиданиям менеджмента, выхода свободного денежного потока в положительную зону стоит ожидать не ранее 2018 г.

За последние 3 месяца спреды долларовых выпусков SIBNEF 22 (YTM 4,87%) и SIBNEF 23 (YTM 5,2%) сузились со 130-140 б.п. до 100-125 б.п. Учитывая отсутствие первичного предложения (из-за финансовых санкций), мы не ожидаем расширения спредов. Но доходности могут продолжить рост по причине повышения доходностей UST. Принимая во внимание потребность компании в рефинансировании, мы не исключаем увеличения первичного предложения рублевых облигаций. Сейчас спреды к ОФЗ по большинству облигаций Газпром нефти не превышают 100 б.п. (как следствие, более интересны ОФЗ).

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 сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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

АИЖК	ВТБ	МКБ	Тинькофф 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
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
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.