



31 августа 2016 г.

Валютный и денежный рынок

ЦБ РФ держит избыточную ликвидность под контролем

Вчера ЦБ провел второй в этом году депозитный аукцион, расширив лимит со 100 млрд руб. до 280 млрд руб. По нашему мнению, одной из причин могло стать падение ставки RUONIA до 10,29% (по данным на 29 августа). Кроме того, согласно оценке ЦБ факторов формирования ликвидности, основной причиной проведения аукциона является приток средств из бюджета (на счета расширенного правительства в ЦБ) на текущей неделе в объеме 175 млрд руб. По итогам аукциона 76 банков разместили 220 млрд руб. по средневзвешенной ставке 10,41% годовых, для сравнения - на предыдущем аукционе всего 62 банков приняло участие. Таким образом, профицит ликвидности продолжает распространяться по системе (главным образом не через МБК, а путем естественного расходования средств их получателями), хотя у некоторых, в том числе и крупных банков (ВТБ), все еще остается потребность в привлечении РЕПО у ЦБ даже по фиксированной ставке, 11,5% годовых (мы считаем, что такая потребность связана с валютной ликвидностью, которая привлекается посредством свопа). Последнее обстоятельство может искусственно завышать фактическую ставку RUONIA (в этой связи политика ЦБ РФ не выглядит избыточно жесткой). Отметим, что в то время как ЦБ старается изъять максимальный объем избыточной ликвидности из системы (это подтверждается расширением лимита по аукционному депозиту), Минфин, напротив, предоставляет относительно дешевые средства по депозитным операциям (26 августа в банках было размещено 91,6 млрд руб. под 10% годовых). Учитывая все еще низкие рублевые цены на нефть (=рост бюджетного дефицита), мы ожидаем, что депозитные аукционы ЦБ РФ станут регулярными (снижая интерес к ОФЗ).

Рынок ОФЗ

Аукцион: не рекомендуем агрессивно участвовать

На сегодняшнем аукционе Минфин предлагает 15-летние ОФЗ 26218 в объеме 15 млрд руб., которые котируются с УТМ 8,37% (сегодня утром сделки проходили с УТМ 8,4%), что соответствует премии 15-17 б.п. к длинным 26207, 26212. Наличие этой премии, по нашему мнению, обуславливает спекулятивный интерес к этому выпуску (продажа 26207 и покупка 26218). Однако на среднесрочном горизонте (следующие 6 мес.) потенциал для снижения доходностей ОФЗ ограничивается бюджетным фактором. Из-за низких рублевых цен на нефть в этом году Резервный фонд будет исчерпан уже в начале следующего года, что сделает неизбежным существенное увеличение предложения ОФЗ на первичном рынке. При этом российские банки уже не охотно покупают госбумаги: так, во 2 кв. Сбербанк (на его счета приходит основной объем бюджетных расходов, из-за чего он имеет минимальную стоимость фондирования среди российских банков) увеличил позицию в ОФЗ всего на 15,7 млрд руб., при этом чистое размещение составило 155 млрд руб. (то есть основной спрос предъявляют нерезиденты). Итог вчерашнего депозитного аукциона свидетельствует о том, что для локальных банков инвестирование средств под 10,41% годовых на неделю является более интересным, чем покупка ОФЗ. В этой связи мы не рекомендуем агрессивно выставлять заявки (по цене не выше 102,4% от номинала, УТМ 8,39%). Лучшим выбором, по нашему мнению, являются среднесрочные выпуски 26216, 26214, 26210 и 29011 (с плавающим купоном), которые за неделю подорожали на 30-40 б.п.

Рынок корпоративных облигаций

ГПБ: отчисления в резервы вновь возросли. См. стр. 2

Банк ФК Открытие: кредитный риск не позволяет рассчитывать на восстановление прибыльности. См. стр. 3

БРС: убыток сократился до нуля, но кредитование связанных сторон вызывает опасения. См. стр. 4

Nordgold: рост операционных издержек нивелировал рост цен на золото. См. стр. 5

АФК Система: непубличные активы набирают вес. См. стр. 6

ГПБ: отчисления в резервы вновь возросли

Отчисления в резервы и повышенная стоимость фондирования сократили прибыль

Опубликованные финансовые результаты Газпромбанка (BB+/Ba2/BB+) за 2 кв. 2016 г. оказались хуже 1 кв.: из-за повышенных отчислений в резервы (16,6 млрд руб. против 9,45 млрд руб. в 1 кв.) чистая прибыль сократилась более чем в два раза с 9,8 млрд руб. до 4,3 млрд руб. Несмотря на приток в банковскую систему рублевой ликвидности по бюджетному каналу дальнейшего удешевления фондирования не произошло, средняя стоимость обязательств осталась на уровне 6,3% (для сравнения у Сбербанка - 4,7%), при этом чистая процентная маржа также не изменилась (2,9%).

Небольшой запас капитала

Снижение RWA (на 2,7%) позволило компенсировать дивиденды (которые были задекларированы на сумму 10,3 млрд руб.) в отношении их влияния на достаточность капитала 1-го уровня, его достаточность не изменилась, составив 10,6% (Базель 1 по МСФО). По РСБУ этот показатель (Н1.2) во 2 кв. немного снизился на 13 б.п. до 8,1%, а на 1 августа 2016 г. показатель составил 7,85% (что обусловлено резким увеличением позиции в ценных бумагах на 17% м./м., а также портфеля кредитов на 2,2%). Запас над минимально допустимым уровнем (6,775% с учетом буфера за системную значимость) является небольшим; по нашим оценкам, банк может абсорбировать дополнительный убыток в размере 55 млрд руб.

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Активы	5 032,9	5 168,1	-3%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 338,8	3 456,5	-3%
розничные	321,8	312,9	+3%
корпоративные	3 017,0	3 143,6	-4%
NPL (90+)/Кредитный портфель	2,5%	2,3%	+0,2 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	3 290,1	3 262,4	+1%
Собственный капитал	521,1	534,6	-2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	14,3%	14,6%	-0,3 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.
Чистый процентный доход до резервов	29,7	30,1	-1%
Чистый комиссионный доход	3,4	3,3	+3%
Чистая прибыль	4,3	9,8	-56%
Чистая процентная маржа	2,9%	2,9%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель уменьшился еще на 3,4% до 3,34 трлн руб., при этом рублевое кредитование выросло на 3,7% до 2,1 трлн руб., а долларовое, напротив, сократилось на 1,65 млрд долл. до 14,65 млрд долл. Размер портфеля розничных кредитов (в основном представлен рублевыми кредитами) увеличился на 2,9%, в основном за счет потребительских кредитов (+11%).

Улучшения качества кредитов не произошло

Улучшения качества кредитов в 1 кв. не произошло: показатель NPL 90+ увеличился на 12% до 75 млрд руб. Положительным моментом является небольшое снижение как NPL 1-90 дней (с 44 до 39,5 млрд руб.), так и кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (на 4,5% до 690 млрд руб.). Источниками кредитного риска остаются займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине (2,2 млрд долл. и 46,9 млрд руб., из которых 50% по долларам и 100% по рублям являются риском на Газпром), а также экономическая ситуация в РФ.

Продолжается приток рублевой ликвидности, однако ее избытка не наблюдается

В обязательствах произошел приток рублевой ликвидности в размере 108 млрд руб. и отток валютной - в размере 1,49 млрд руб. В то же время задолженность перед Газпромом возросла на 130 млрд руб. (до 840 млрд руб., что занимает 19% всех обязательств). Это позволило сократить долг перед ЦБ (на 76 млрд руб. до 88 млрд руб.), однако в июле ГПБ вновь нарастил задолженность перед ЦБ до 254 млрд руб. (для кредитования и покупки ценных бумаг).

Отсутствие улучшения в качестве кредитного портфеля, несмотря на полученную прибыль, не позволяет нам рекомендовать суборды ГПБ к покупке (запас достаточности капитала над минимальным уровнем не является высоким). Среди бумаг госбанков мы рекомендуем покупать суборды SBERRU 23 (с купоном 5,25%, YTM 5,4%).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Банк ФК Открытие: кредитный риск не позволяет рассчитывать на восстановление прибыльности

Существенное сокращение отчислений в резервы не увеличило прибыль

Банк ФК Открытие (BB-/Ba3/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2016 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Несмотря на существенное сокращение отчислений в резервы под обесценение ссуд (с 28,8 млрд руб. во 2П 2015 г. до 16,4 млрд руб.), чистую прибыль не удалось заметно повысить: она составила всего 3,6 млрд руб. против убытка 1,7 млрд руб. Ухудшение п./п. произошло на уровне чистого процентного дохода (он сократился с 26 млрд руб. до 17,9 млрд руб.) по причине падения (на 10%) процентного дохода, которое было вызвано высвобождением средств из кредитования (портфель уменьшился на 11% до 2,37 трлн руб.). Основным стабильным источником дохода являются операции с иностранной валютой (скорее всего, конверсионные операции крупных клиентов), которые в 1П принесли 13,7 млрд руб. (против 16,9 млрд руб. во 2П). Показатель С/1 (отношение операционных расходов к доходам без учета отчислений в резервы) остается выше 50% (один из самых высоких среди банков РФ).

Незначительный запас капитала

Банку удалось повысить достаточность капитала 1-го уровня на 48 б.п. до 11,12% (Базель 1 на основе МСФО) за счет сокращения RWA (кредитный риск -13,6%). По Базель III на основе РСБУ норматив достаточности базового капитала составляет всего 6,65% на 1 июля и 6,79% на 1 августа при минимуме 5%. Это транслируется в запас капитала 30 млрд руб. (что составляет 3% кредитного портфеля за вычетом кредитования под залог ценных бумаг и сформированного резерва), который не выглядит высоким, учитывая низкий уровень резервирования.

Ключевые финансовые показатели ФК Банк Открытие

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 дек. 2015	изм.
Активы, в т.ч.	3 087,8	3 363,5	-8%
Кредиты клиентам до резервов	2 367,8	2 657,1	-11%
NPL 90+/Кредитный портфель	6,1%	4,9%	+1,2 п.п.
Средства клиентов	1 206,1	1 255,9	-4%
Собственный капитал	217,8	216,0	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,4%	15,7%	+0,7 п.п.
ROE	3,3%	3,4%	-0,1 п.п.
ROA	0,2%	0,2%	0 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1П 2016	2П 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	17,9	26,0	-31%
Чистый комиссионный доход	5,9	6,3	-6%
Операционные доходы	27,2	20,6	+32%
Чистая прибыль/убыток	3,6	-1,7	-
Чистая процентная маржа	4,3%	3,8%	+0,5 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Спад объемов кредитования

Размер кредитного портфеля без учета компаний, осуществляющих брокерские операции и операции с ценными бумагами, уменьшился на 8,8% до 969 млрд руб., частично это отражает переоценку валютных корпоративных кредитов из-за укрепления рубля, а также снижение розничного кредитования на 12,4% (-17,6% по потребительские кредиты).

**Резервы не
адекватны
кредитному риску**

Также заметно просело финансирование под залог ценных бумаг (на 12,3%, или на 195 млрд руб.), которое занимает наибольшую долю в кредитном портфеле. По-видимому, компания, находящаяся под контролем акционеров, частично продала евробонды РФ или стала привлекать РЕПО у других финансовых институтов: ссуды, предоставленные компаниям под контролем акционеров, снизились на 18,4% до 680 млрд руб. (30% всего портфеля).

Показатель NPL 90+ увеличился на 14 млрд руб. до 144 млрд руб. (при списаниях безнадежной задолженности на 2 млрд руб.), что, по нашим оценкам, составляет 14,9% всего портфеля (без учета ссуд по соглашениям РЕПО). Неполное покрытие NPL 90+ резервами (67%), по мнению менеджмента, компенсируется наличием обеспечения. Мы считаем резервирование низким, принимая во внимание следующее: 1) в корпоративном сегменте объем нестандартных и сомнительных ссуд (с признаками обесценения) составляет 170 млрд руб. (21% сегмента); 2) в розничном сегменте продолжается рост кредитов на ранней стадии просрочки (NPL 1-90 дней), в 1П на 33,5% до 11,84 млрд руб. (6,7% сегмента).

Несмотря на некоторый дефицит капитала и низкую прибыльность (повышение которой ограничивается кредитным риском), мы оцениваем на низком уровне вероятность банкротства банка или неисполнение обязательств по старшим бумагам, к которым относятся и старые суборды (без условия loss absorption). Сохраняем нашу рекомендацию покупать старые "суборды" NMOSRM 19 (YTM 6,5% апрель 2019 г.) и NMOSRM 19 (YTM 7,3% @ декабрь 2019 г.), которые предлагают премию более 300 б.п. к старшим бондам NMOSRM 18. На локальном рынке интерес представляют короткие (с погашением/офертой менее 1 года) выпуски Открытие Холдинг с YTW 12-13%.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

БРС: убыток сократился до нуля, но кредитование связанных сторон вызывает опасения

Результаты деятельности БРС (ССС+/Саа2/-) по МСФО за 2 кв. 2016 г. свидетельствуют об улучшении ситуации кв./кв.: чистый убыток снизился до 477 млн руб. против 2,3 млрд руб. в 1 кв. Сократить убыток позволили более низкие отчисления в резервы (на 2,26 млрд руб.) и снижение стоимости фондирования (на 675 млн руб.).

Кредитный портфель во 2 кв. уменьшился на 8,8 млрд руб. до 132 млрд руб., при этом списано было 9,1 млрд руб. (по-прежнему высокий показатель). По нашим оценкам, во 2 кв. валовая выдача новых кредитов и/или пролонгирование старых составили 28,3 млрд руб. (что является большим объемом). Негативным фактором стало увеличение корпоративных кредитов на 3,9 млрд руб., из которых 1,8 млрд руб. приходится на кредитование связанных сторон, при этом после отчетной даты были выданы кредиты ассоциированной компании еще на 1,8 млрд руб. (это потенциально увеличивает кредитный риск по необеспеченным обязательствам банка).

На 30 июня 2016 г. показатель Н1.2 (достаточность основного капитала по Базель III) составил 9,2%, при минимуме 6%, что соответствует скромному запасу капитала 14,2 млрд руб. Основная часть активов на балансе формируется из ценных бумаг (211 млрд руб. из активов 389 млрд руб.), которые представлены в основном евробондами российских эмитентов (196 млрд руб., из них 82 млрд руб. евробонды РФ), при этом почти весь портфель находится в РЕПО, в том числе у ЦБ (то есть наличие этого портфеля не влияет на уровень восстановления по необеспеченным облигациям). Также наличие такого большого портфеля ценных бумаг негативно влияет на норматив краткосрочной ликвидности: на 30 июня норматив Н3 составил всего 55% при мин. 50%.

В случае банкротства БРС необеспеченные кредиторы (депозиты и бонды), требования которых составляют 181,8 млрд руб., могут рассчитывать на взыскание активов на сумму 140 млрд руб. (из которых ликвидными являются лишь 40 млрд руб., остальное это розничные кредиты), при этом все уйдет 1-ой очереди (в АСВ по требованиям депозитов физлиц). Однако учитывая некоторый

запас капитала, мы считаем маловероятным банкротство БРС до конца этого года. В рамках высокорисковой стратегии рекомендуем покупать RUSB 16, которые котируются на уровне 95,5% от номинала (YTM 26% @ декабрь 2016 г.).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Nordgold: рост операционных издержек нивелировал рост цен на ЗОЛОТО

**Нейтральные
результаты за 2 кв.**

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал в целом нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО. Выручка выросла на 8% кв./кв. благодаря повышению цен на золото (+6% кв./кв.) при практически тех же объемах продаж (+1% кв./кв.). Показатель EBITDA, несмотря на ралли цен на золото, остался на том же уровне, что и кварталом ранее, в результате роста операционных расходов, в частности, из-за снижения содержания золота в руде и коэффициента извлечения, а также роста коэффициента вскрыши на большей части активов компании. Укрепление локальных валют относительно доллара США также оказало давление на этот показатель. В итоге рентабельность по EBITDA во 2 кв. снизилась на 3,6 п.п. до 44%.

**Долговая нагрузка на
уровне 1,3x,
низкие риски
ликвидности**

Во 2 кв. компания сократила Чистый долг на 4% за счет его погашения из средств от операционной деятельности, долговая нагрузка осталась на прежнем приемлемом уровне 1,3x Чистый долг/EBITDA LTM. Запас денежных средств у Nordgold по-прежнему существенный (343 млн долл., включая краткосрочные депозиты), а в 2016 г. и 2017 г. компании предстоит погасить лишь 125 и 167 млн долл., соответственно. Пик погашений приходится на 2018 г. (615 млн долл., из них 450 млн долл. евробонд NORDLI 18).

Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	269,9	250,5	+8%	520,4	640,3	-19%
EBITDA	118,8	119,3	0%	238,1	332,1	-28%
Рентабельность по EBITDA	44,0%	47,6%	-3,6 п.п.	45,8%	51,9%	-6,1 п.п.
Чистая прибыль	53,1	41,1	+29%	94,1	134,7	-30%
Операционный поток	80,2	80,5	0%	160,7	252,1	-36%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-43,2	-62,6	-31%	-105,8	-82,2	+29%
Капвложения	-77,8	-73,2	+6%	-151,0	-107,6	+40%
Финансовый поток	-54,0	-7,3	+7,4x	-61,3	-48,4	+27%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2016			31 марта 2016		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	905,3			953,5		-5%
Краткосрочный долг	172,1			179,3		-4%
Долгосрочный долг	733,2			774,2		-5%
Чистый долг	562,0			588,2		-4%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,3x			1,3x		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Темпы роста денежных
затрат превысили
темпы выручки почти на
всех активах**

Общие денежные затраты на добытую унцию золота во 2 кв. повысились на 18% кв./кв., причем этот показатель рос быстрее выручки на всех месторождениях компании, кроме Lefa. Наиболее существенный рост произошел на Березитовом (+45% кв./кв. из-за снижения содержания золота на 20% и коэффициента извлечения на 0,9 п.п.) на Tapaiko (+33% кв./кв., сокращение коэффициента извлечения на 1,8 п.п., объемов добычи и переработки - на 7% и 13%), Апрельково (+24% кв./кв. в результате переработки руды с низким содержанием со склада ввиду завершения работы карьера во 2П 2016 г.). Компания подтвердила прогноз по AISC (затраты, включающие капвложения) на уровне 800-850 долл./унция по итогам 2016 г. (878 долл./унция в 1П 2016 г.), и во 2П 2016 г. она ожидает снижения издержек за счет повышения содержания золота в руде и улучшения других операционных показателей. При

**Снижен
производственный план
на 2016 г.**

этом был снижен прогноз по объемам производства на 2016 г. на 7% до 880-930 тыс. унций (с 950-1010 тыс. унций) в связи с производственными показателями ниже плана в первом полугодии на крупнейшем месторождении компании Bissa и на Березитовом.

Операционный денежный поток во 2 кв. остался на прежнем уровне - 80,2 млн долл., в оборотный капитал было инвестировано 13,6 млн долл. (15,9 млн долл. в предыдущем квартале). Капвложения во 2 кв. (77,8 млн долл.) были профинансированы из операционного денежного потока. План по капвложениям на 2016 г. подтвержден на уровне 370 млн долл. (+40% г./г.) в связи с активным строительством рудника Гросс в Якутии, в который планируется вложить до 125 млн долл. в этом году (50% всех затрат на этот проект). Напомним, в 2017 г. капзатраты планируются на уровне менее 300 млн долл. (из них 125 млн долл. в проект Гросс).

В связи со сменой юрисдикции с Нидерландов на Великобританию дивиденды за 2 кв. (и, скорее всего, за 3 кв.) объявляться не будут, выкуп акций также приостановлен (программа на сумму не более 15 млн долл. началась в 2016 г. и должна была продлиться до 17 ноября 2016 г.), что также поддержит результаты во 2П 2016 г.

Бонды NORDLI 18 (YTM 3,25%) выглядят дорого, в последнее время они выглядели лучше рынка, что было обусловлено ростом цен на золото. Лучшей альтернативой на более длинных сроках мы считаем VIP 20 с YTM 4,72%.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

АФК Система: непубличные активы набирают вес

АФК Система (BB/Вa3/BB-) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2016 г. по МСФО, которые оказались несколько лучше ожиданий рынка. Непубличные активы постепенно становятся важным драйвером роста OIBDA, долговая нагрузка снижается, а ликвидная позиция остается комфортной, в том числе, благодаря монетизации части активов, в первую очередь, 1,45% в МТС, ожидаемой продажи 50% СГ-транса и возможного IPO Детского Мира в следующем году.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2016	1 кв. 2016	изм.	2 кв. 2016	2 кв. 2015	изм.
Выручка	177,1	173,3	+2%	177,1	164,0	+8%
OIBDA	46,2	44,3	+4%	46,2	43,3	+7%
Рентабельность по OIBDA	26,1%	25,5%	+0,5 п.п.	26,1%	26,4%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль/убыток*	0,1	2,5	-94%	0,1	15,2	-99%
				1П 2016	1П 2015	изм.
Операционный поток				39,5	83,0	-52%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-19,3	-113,2	-83%
Капвложения				-54,7	-74,2	-26%
Финансовый поток				-44,8	23,8	-

*В доле АФК Система

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Долг Корпоративного центра АФК Система

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2016	31 марта 2016	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	106,4	110,6	-4%
Краткосрочный долг	25,5	25,4	0%
Долгосрочный долг	80,9	85,2	-5%
Накопленные денежные средства (включая краткосрочные депозиты)	38,7	33,8	15%
Чистый долг	67,7	76,8	-12%

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Вклад непубличных активов в выручку и OIBDA увеличивается

Выручка повысилась на 8% г./г. и на 2% кв./кв. до 177 млрд руб., в первую очередь, благодаря росту этого показателя у Детского Мира (+38% г./г.) и Segezha Group (+28% г./г.). Выручка агропромышленных активов выросла в 35 раз г./г. и на 60% кв./кв. и достигла 1% консолидированной выручки АФК. При этом, из-за ярко выраженной сезонности значительная часть выручки сельскохозяйственного бизнеса отражается во 2 полугодии, поэтому стоит ожидать дальнейшего роста вклада этого сегмента в общую выручку к концу года. OIBDA выросла на 7% г./г. и на 4% кв./кв. благодаря непубличным активам, доля которых в OIBDA группы удвоилась за год и теперь составляет 15%. При этом, OIBDA МТС снизилась г./г. из-за расширения розничной сети продаж телефонов.

Долговая нагрузка снижается, ликвидная позиция остается комфортной

Совокупный долг Корпоративного центра без учета обязательств перед Правительством РФ по выкупу доли в SSSL снизился на 4% кв./кв. до 106 млрд руб., а Чистый долг - на 12% кв./кв. до 68 млрд руб. Рост денежной позиции был обеспечен получением очередного транша от Урал-Инвеста и продажи 1,45% МТС. До конца года Система ожидает поступлений на сумму более 35 млрд руб. в виде дивидендов от своих активов, что еще сильнее укрепит ликвидную позицию. Однако, по договоренности с Правительством РФ, Система должна выкупить 30% пакета акций индийского оператора связи SSSL, принадлежащих Росимуществу. Точная сумма сделки неизвестна, но по опционному соглашению она должна составить порядка 15 млрд руб. Помимо этого, Система продолжает осуществлять инвестиции в АПК, а инвестиционная программа Segezha запланирована в объеме 40 млрд руб. в ближайшие несколько лет, что также потребует некоторых вложений Системы. Также, в июле Система выплатила 6,5 млрд руб. в виде дивидендов за 2015 г., а в августе Совет директоров рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды в размере 3,7 млрд руб. в соответствии с новой дивидендной политикой.

Оптимизация портфеля продолжается

В ходе телеконференции руководство АФК заявило, что продажа СГ-транса практически завершена, что сегодня было подтверждено сообщениями в прессе о том, что группа инвесторов выкупит 50% актива у Системы за 6 млрд руб. По поводу монетизации доли в Детском Мире президент Системы М. Шамолин сказал, что видит возможность IPO весной следующего года, если рыночные условия останутся благоприятными. Он также сказал, что сейчас обсуждается стратегия относительно дальнейших действий с пакетом в МТС, заявив, что актив по-прежнему является приоритетным и АФК намерена сохранить контроль. Наконец, владельцы Системы планируют произвести докапитализацию МТС Банка по закрытой подписке среди компаний группы, но хотят сделать это в последний раз и больше не производить вливания в капитал банка. Одобрение слияния SSSL и Reliance Communications индийским регулятором ожидается в 4 кв. 2016 г.

Мы сохраняем рекомендацию покупать бумаги VIP 20 (YTM 4,7%), считая их лучшей альтернативой выпуску AFKSRU 19 (YTM 3,9%), который котируется с узким спредом 30 б.п. к MOBTEL 20.

Сергей Либин
sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



#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	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.