



1 декабря 2015 г.

## Мировые рынки

### Противоречивые данные по Китаю. Юань стал валютой SDR

На глобальных рынках вчера преобладал в целом негативный фон (улучшению которого не способствовали слабые данные по сделкам на рынке жилой недвижимости в США): американские и европейские индексы акций просели на 0,3-0,4%, доходность 10-летних UST остается на уровне YTM 2,23%. Позитивными оказались новости по Китаю: значение индекса PMI, рассчитываемого частным агентством Caixin-Markit, в ноябре составило 48,6 против 48,3 в октябре. Эти данные могут свидетельствовать о некоторой стабилизации темпа спада в обрабатывающем секторе (хотя, по официальной статистике, спад продолжает усиливаться). В отношении Китая также позитивной стала новость о включении юаня в расчет корзины специальных прав заимствования (SDR) с весом 10,92% (это больше чем вес фунта и иены). Суверенные бонды РФ завершили день с незначительным изменением цен.

## Экономика

### Продуктовые санкции против Турции не должны испортить Новый год

Как стало известно вчера, по итогам правительственного совещания Д. Медведева с вице-премьерами запрет на ввоз продукции из Турции коснется только овощей и фруктов и вступит в силу через несколько недель. В санкционный список попала одна из ключевых статей продуктового импорта из Турции – томаты. Даже на первый взгляд доля плодоовощного импорта из Турции в общем объеме импорта в РФ велика - около 19-20%. Причем, по данным ФТС и Минсельхоза, турецкие томаты составляют около 42% всего импорта томатов в Россию, доля турецких огурцов в общем импорте огурцов в РФ - около 25%, доля импорта турецких цитрусовых – порядка 27% всего импорта цитрусовых, а для импортируемых из Турции лимонов доля в общем импорте этой продукции в РФ может достигать 90%. Как показал пример продуктовых санкций августа 2014 г. цены фруктов и овощей реагируют на ухудшение импортных поставок быстро и достаточно сильно. Учитывая девальвационный шок 2014 г., разграничить чистое влияние продуктовых ограничений и эффекта переноса ослабления рубля на цены плодоовощной продукции сложно, но, согласно различным оценкам, продуктивное эмбарго в прошлом году могло увеличить инфляцию примерно на 2 п.п. Мы считаем, что на данном этапе едва ли продовольственные санкции против Турции могут привести к столь же серьезному проинфляционному эффекту, но не следует и недооценивать их влияние. Из комментариев следует, что решение отсрочить введение в исполнение указанных ограничений на несколько недель вызвано стремлением минимизировать воздействие на инфляцию в конце года. Это неудивительно, поскольку в это время рост цен на фрукты и овощи и без того подогревается повышенным спросом перед новогодними праздниками. В СМИ упоминается, что еще возможны иные точечные ограничения по другим позициям, но они неосновные.

Мы хотели бы отметить, что в итоге против Турции были выбраны те меры, которые должны оказать наибольший из доступных альтернатив эффект на экономику Турции, не нанося при этом существенного ущерба российской экономике. К примеру, не менее значимы по своему объему такие категории импорта из Турции, как одежда и обувь (1 млрд долл. в 2014 г., 15,1% импорта из Турции, около 7% всего импорта одежды и обуви в РФ), средства наземного транспорта (11,5% импорта из Турции), механическое оборудование и бытовая техника (11,2% импорта из Турции), однако они не были затронуты ограничениями. На текущий момент, как заверяют власти, промтовары не будут включены в санкционный список, но дальнейшее решение будет зависеть от развития ситуации.

## Рынок корпоративных облигаций

МКБ: количество давит на качество. См. стр. 2

ЛУКОЙЛ: Ирак вновь поддержал результаты. См. стр. 3

## МКБ: количество давит на качество

Отчисления в резервы съели всю прибыль...

В 3 кв. 2015 г. чистая прибыль МКБ (BB-/B1/BB) сильно сократилась до 340,5 млн руб. в сравнении с предшествующим кварталом (когда она составила 906 млн руб.), что стало в основном следствием возросших почти в два раза отчислений на резервы (с 3,9 млрд руб. до 6,1 млрд руб.), которые нивелировали увеличение (на ~32%) чистого процентного дохода.

... полученную от прироста кредитования...

Отметим, что прирост кредитования (+15,9% кв./кв. до 525,4 млрд руб.) не оказал поддержку чистой процентной марже, которая даже снизилась на 10 б.п. до 3,5% (по причине некоторого избытка ликвидности на балансе и приростом кредитования голубых фишек, которое является низко маржинальным). Этот показатель остается существенно ниже стоимости риска (4,8%), то есть почти весь процентный доход уходит в резервы, при этом операционные издержки покрываются за счет чистого комиссионного дохода, который в 3 кв. вырос на 27% до 2 млрд руб.

... что оказало заметное давление на достаточность капитала

В 3 кв., как и крупные госбанки, МКБ заметно нарастил корпоративное кредитование (+22% до 400 млрд руб.), в то время как объем розничного кредитования почти не изменился. В условиях почти нулевой прибыльности это обусловило снижение показателей достаточности капитала 1-го уровня (на 2 п.п. до 9,6% по Базель 3, принятому ЦБ РФ, на основе МСФО). По РСБУ показатель Н1.2 на 1 ноября снизился м./м. на 80 б.п. до 7,17%, это ниже уровня, который был у банка в начале года.

### Ключевые финансовые показатели МКБ

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Активы, в т.ч.	1 000 055	756 951	+32%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	525 382	453 416	+16%
розничные	125 611	126 105	0%
корпоративные	399 772	327 311	+22%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,9%	4,9%	0 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	120 875	117 162	+3%
Депозиты и счета физических лиц	189 043	174 202	+8%
Депозиты и счета юридических лиц	432 127	233 061	+85%
Собственный капитал	76 089	75 683	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,0%	19,0%	-3 п.п.
ROE	3,0%	3,6%	-0,6 п.п.
Чистая процентная маржа	3,5%	3,6%	-0,1 п.п.
в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7 269	5 525	+32%
Чистый комиссионный доход	1 992	1 563	+27%
Чистая прибыль/убыток	340	906	-62%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Есть признаки дальнейшего ухудшения качества

Показатель NPL 90+ остался на уровне 4,9%, что стало следствием прироста портфеля: в абсолютном выражении NPL 90+ увеличился на 15% до 25,6 млрд руб. Досозданные в 3 кв. резервы (до 5,6%) позволили с запасом покрыть эти проблемные кредиты. Динамика NPL 1-90 дней (17,7 млрд руб. против 12,1 млрд руб. во 2 кв.), а также кредитов, непросроченных, но с признаками обесценения (23,6 млрд руб. против 9,4 млрд руб. во 2 кв.) указывает на дальнейшее ухудшение качества кредитов, что обусловлено падением импорта и общим замедлением экономики, это негативно влияет на малый и средний бизнес (и, как следствие, кредитное качество МКБ). Отметим, что МКБ является одним из кредиторов Трансаэро, а также Центробуль. Общий размер кредитов с признаками обесценения, в том числе находящихся на ранней стадии просрочки, мы оцениваем на уровне 41 млрд руб., что составляет 55% капитала 1-го уровня (невысокая способность абсорбировать убытки).

Невысокий уровень loss absorption

Большой приток

В 3 кв. произошел сильный приток средств на счета одного корпоративного клиента в объеме

<b>валютных средств</b>	199 млрд руб. (по данным СМИ, это Роснефть). Судя по тому, что одновременно произошло увеличение остатков на счетах банков с рейтингом не ниже BBB- (на 100 млрд руб. со сроком менее 1 месяца), все поступившие средства или их большая часть номинированы в иностранной валюте. По-видимому, под часть этих валютных средств были привлечены рубли (на рынке валютных свопов), что подтверждается увеличением позиции в производных финансовых инструментах на 44 млрд руб. (покупка долларов за рубли со сроком до экспирации через 3 месяца).
<b>МКБ активно покупал ОФЗ</b>	Также банк нарастил позицию в корпоративных долговых ценных бумагах (+8,3 млрд руб.) и в ОФЗ (+2,7 млрд руб.). Мы не исключаем, что покупка ОФЗ связана, в том числе, с получением дешевой ликвидности вследствие докапитализации банка АСВ.
<b>Выкуп субордов CRBKMO 18 маловероятен</b>	Рублевые краткосрочные выпуски МКБ БО-7 котируются с УТР 12,7% @ октябрь 2016 г., что, по нашему мнению, является неплохим выбором для buy & hold. "Суборд" CRBKMO 18 (купон 8,7% годовых) торгуется с премией 460-500 б.п. к старшим бумагам CRBKMO 18 (купон 7,7% годовых, УТМ 8,16%). Учитывая отсутствие избытка капитала (даже 2-го уровня) и желание банка наращивать кредитование, мы не ожидаем выкупа суборда CRBKMO 18. Лучшей альтернативой мы считаем STPETE 18 (УТМ 11,5%), а также старшие бумаги RUSB 17 (УТМ 18%).

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

## ЛУКОЙЛ: Ирак вновь поддержал результаты

**Рентабельность по EBITDA выросла до 15,3%**

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Ba1/BBB-) опубликовал сильные финансовые результаты по итогам 3 кв. 2015 г. по US GAAP. Так, EBITDA сократилась лишь на 6% кв./кв., тогда как цены на нефть упали на 19% кв./кв. до 50 долл./барр. марки Brent. Рентабельность по EBITDA выросла с 13,6% во 2 кв. до 15,3% в 3 кв. Более того, ЛУКОЙЛ сгенерировал значительный свободный денежный поток в размере 1,45 млрд долл. В результате Чистый долг сократился на 12% кв./кв. до 9 млрд долл. Долговая нагрузка увеличилась незначительно с 0,71x до 0,73x Чистый долг/EBITDA LTM. На счетах компании накопилось 4 млрд долл. свободных средств, что в несколько раз выше уровня краткосрочного долга. Стоит отметить, что поддержку результатам ЛУКОЙЛа оказали дополнительные поступления компенсационной нефти с проекта Западная Курна-2: в денежном выражении ЛУКОЙЛ получил 707 млн долл. компенсаций с проекта на уровне EBITDA.

Мы считаем, что финансовое положение компании более чем устойчивое, и ЛУКОЙЛ способен самостоятельно обеспечить будущие инвестиции (8-8,5 млрд долл.), дивидендные выплаты (2,5-3,5 млрд долл.) и погашение краткосрочной задолженности (1,4 млрд долл.). Менеджмент компании заявил, что ЛУКОЙЛ планирует сократить капвложения в 2016 г. на 12-14% в долларовом выражении, по нашим оценкам, до 8-8,5 млрд долл. Конечно, многое будет зависеть от курса российской валюты.

### Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9M 2015	9M 2014	изм.
Выручка	23 418	28 104	-17%	74 712	112 907	-34%
EBITDA	3 572	3 815	-6%	10 312	15 710	-34%
Рентабельность по EBITDA	15,3%	13,6%	+1,7 п.п.	13,8%	13,9%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	623	1 005	-38%	2 318	5 742	-60%
Чистая рентабельность	2,7%	3,6%	-0,9 п.п.	3,1%	5,1%	-2,0 п.п.
Операционный поток	3 563	2 856	+25%	9 708	12 198	-20%
Капитальные вложения	-2 111	-2 996	-30%	-7 668	-11 126	-31%
Свободный денежный поток	1 452	-140	-	2 040	1 072	+90%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм,
Совокупный долг, в т.ч.	12 975	13 030	0%
Краткосрочный долг	1 366	1 425	-4%
Долгосрочный долг	11 609	11 605	0%
Чистый долг	8 787	10 031	-12%
Чистый долг/ЕВITDA LTM*	0,7x	0,7x	-

\*ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

#### Падение добычи на зрелых месторождениях продолжается

В 3 кв. 2015 г. ЛУКОЙЛ сократил суточную добычу на 0,3% кв./кв. до 2 373 тыс. барр./сутки. ЛУКОЙЛ оптимизирует капвложения и снижает бурение в Западной Сибири, где добыча упала на 0,9% кв./кв., поэтому стоит ожидать дальнейшего снижения показателей до периода ввода новых проектов. Стабилизацию добычи компания ожидает уже в 2016 г. за счет запуска месторождения им. Филановского и Пякяхинского проекта, а в 2017 г. - рост объемов добычи. В 2015 г. стоит ожидать сокращения выпуска нефтепродуктов, так как налоговый маневр, введенный с 1 января 2015 г., сократил рентабельность переработки. Так, по итогам 9М 2015 г. объем переработки компанией упал на 5,2% кв./кв. до 45,3 млн т.

#### Ирак увеличил объем компенсационной нефти для ЛУКОЙЛа

В 3 кв. доля ЛУКОЙЛа в нефти с проекта Западная Курна - 2 в Ираке выросла на 33% кв./кв. до 21,5 млн барр. Доля выручки составила 888 млн долл. (893 млн долл. во 2 кв. 2015 г.) и 707 млн долл. (677 млн долл. во 2 кв. 2015 г.) на уровне ЕВITDA. Менеджмент компании заявил, что по итогам 2015 г. задолженность Ирака по компенсации инвестиций ЛУКОЙЛа составила около 1,6 млрд долл. Мы ожидаем, что в 4 кв. объем компенсаций будет сокращен, так как большая часть была уже выплачена ЛУКОЙЛу.

#### Свободный денежный поток достиг 1,5 млрд долл.

Капитальные вложения сократились на 30% кв./кв. из-за ослабления рубля в 3 кв. В рублевом выражении их уровень сократился на 11% кв./кв. Операционный денежный поток вырос на 25% кв./кв. до 3,6 млрд долл., в том числе, благодаря сокращению оборотного капитала на 865 млн долл. В результате свободный денежный поток составил 1,5 млрд долл. Напомним, в 2015 г. ЛУКОЙЛ планирует сокращение капитальные вложений на 20-25% за счет девальвации рубля. Добычу нефти планируется сохранить на уровне 2014 г.

Евробонды ЛУКОЙЛа котируются с дисконтом 50 б.п. к кривой Газпрома, что является нормальным уровнем (соответствует 6-месячному среднему значению) и обусловлен наличием санкций (технологических от США) в отношении Газпрома. В нефтегазовом сегменте лучшей альтернативой бондам ЛУКОЙЛа для инвесторов, нечувствительных к санкциям, являются бумаги TMENRU 20, которые предлагают к ним премию 75 б.п.

**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

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.

## 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	



# #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.