



2 сентября 2015 г.

## Мировые рынки

### Рынки не находят повода для роста

На финансовых рынках вновь доминируют негативные настроения: падение американских и европейских индексов составило 2-3%. Источником риска по-прежнему выступает динамика локального рынка Китая после проведения парада (3 сентября), в преддверии которого рынок в некоторой степени поддерживается регулятором (так, вчера индекс SHCOMP просел всего на 0,14%). По-видимому, FOMC на следующем заседании придется учесть влияние Китая, в то время как состояние промышленного сектора США остается слабым (в августе значение индекса ISM Mfg опустилось до 51,1, являющегося минимальным с 2013 г.). Слухи о намерении ОПЕК стабилизировать стоимость нефти оказали лишь краткосрочный эффект, котировки вновь пошли на спад (баррель Brent подешевел на 0,7 долл. до 48,85 долл.). Суверенные бонды РФ (Russia 42, 43) скорректировались на 50-60 б.п., сегодня коррекция, скорее всего, продолжится.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы ОФЗ: 24018 интересны с небольшим ценовым дисконтом

На сегодняшнем аукционе Минфин предложит краткосрочные ОФЗ 24018 (6М RUONIA + 74 б.п.) в остаточном объеме 8,3 млрд руб., доступном для размещения. Вчера сделки в выпуске проходили на уровне 101,8-102% от номинала. Отметим, что на предыдущем аукционе по 24018 отсечка была установлена по цене 102%, которая может служить ориентиром сегодняшнего аукциона. Несмотря на то, что от этой цены потенциал роста отсутствует, так как транслируется в нулевую премию к 6М RUONIA, интерес к бумагам обусловлен их коротким сроком до погашения и высокой текущей доходностью.

Рынок классических ОФЗ после недавней переоценки ожиданий по ключевой ставке (в результате которой доходности длинных бумаг выросли с YTM 10,7% до YTM 11,5%) демонстрирует относительную стабильность в сравнении с волатильностью валютного рынка: недавнее движение рубля (с 73 руб./долл. до 64 руб./долл.) привело к снижению доходностей всего на 50-60 б.п. Мы по-прежнему считаем справедливым для ОФЗ 26215, 26207 диапазон YTM 11,5-12%, при этом мы рекомендуем занимать короткие позиции при YTM < 11,5% (11,4-11,45%). В этой связи интерес представляет итог следующего заседания ЦБ (11 сентября).

## Рынок корпоративных облигаций

### ГПБ: плохие кредиты не дают выбраться из убытков. См. стр. 2

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил слабые финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2015 г.: чистый убыток возрос до 18,7 млрд руб. (против -4,3 млрд руб. в 1 кв.) вследствие более высоких отчислений в резервы, также увеличились и операционные расходы. Чистый убыток оказал давление на капитал 1-го уровня (-20 б.п. до 7,5% по показателю H1.1) и был компенсирован на уровне общего капитала полученным в конце апреля субординированным депозитом от Минфина в объеме 38,5 млрд руб. для финансирования инфраструктурных проектов (достаточность общего капитала H1.0 увеличилась на 0,8 п.п. до 12,2%). По состоянию на 1 августа достаточность капитала 1-го уровня значительно просела (на 1,26 п.п. до 6,24%), что соответствует низкому запасу до минимально допустимой планки (5%). Этот запас мы оцениваем всего в 69,3 млрд руб. (~2,2% портфеля). Учитывая возможность получения дополнительного капитала со стороны государства, мы не ждем срабатывания loss absorption по субордам нового образца в среднесрочной перспективе (1-2 года).

### Мечел озвучил жесткие условия реструктуризации облигаций

Вчера Мечел представил условия реструктуризации выпусков Мечел-13, 14 (с офертой 3 сентября 2015 г. и погашением в 2020 г.), находящийся объем в обращении составляет 6 млрд руб. Согласно условиям держателям предлагается купон, привязанный к ключевой ставке ЦБ РФ + 400 б.п., а также амортизация номинала, которая начинается с февраля 2017 г. По нашим оценкам, исходя из цен сделок, проходящих в выпусках (77% от номинала), доходность к погашению по реструктурированным выпускам составит YTM 26,6%. Однако эта доходность не выглядит высокой, принимая во внимание низкую способность эмитента выполнять обязательства даже по новым условиям. Хотя девальвация и повысила операционный денежный поток (211 млн долл. EBITDA за 1 кв.), его все равно едва хватает для покрытия процентных платежей (140 млн долл.) и капитальных вложений для поддержания производственных мощностей (10-12 млн долл.) без учета штрафов (115 млн долл.). То есть компания имеет ограниченные возможности для погашения долга. Также недостатком предложенных условий является позднее начало амортизации, обычно при реструктуризации эмитент выплачивает сразу некоторую часть номинала. По-видимому, остальные находящиеся в обращении выпуски (в объеме 9 млрд руб.) также будут реструктурированы со схожими условиями (если, конечно, будет найдена договоренность с держателями).

## ГПБ: плохие кредиты не дают выбраться из убытков

**Резервы и операционные расходы принесли убыток...**

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил слабые финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2015 г.: чистый убыток возрос до 18,7 млрд руб. (против -4,3 млрд руб. в 1 кв.) вследствие более высоких отчислений в резервы (+8,3 млрд руб. до 40,3 млрд руб.), также увеличились и операционные расходы (на 2,18 млрд руб.). Несмотря на существенное снижение рублевых процентных ставок во 2 кв. (вслед за ключевой ставкой), чистая процентная маржа расширилась всего на 10 б.п. до 2,3% (доходность активов просела на 30 б.п. до 10%), оставаясь значительно ниже стоимости риска 4% (против 3,5% в 1 кв.).

**... который оказал давление на капитал**

Чистый убыток оказал давление на капитал 1-го уровня (-20 б.п. до 7,5% по показателю Н1.1) и был компенсирован на уровне общего капитала полученным в конце апреля субординированным депозитом от Минфина в объеме 38,5 млрд руб. для финансирования инфраструктурных проектов (достаточность общего капитала Н1.0 увеличилась на 0,8 п.п. до 12,2%). По состоянию на 1 августа достаточность капитала 1-го уровня значительно просела (на 1,26 п.п. до 6,24%), что соответствует низкому запасу до минимально допустимой планки (5%). Этот запас мы оцениваем всего в 69,3 млрд руб. (~2,2% портфеля). В 2015-2016 гг. для банка доступны следующие источники пополнения капитала: 1) АСВ через ОФЗ предоставит в капитал 1-го уровня 125,7 млрд руб. (это увеличит его на треть); 2) ФНБ может выдать до 100 млрд руб. в капитал 2-го уровня с целью финансирования инфраструктурных проектов (первый транш в размере 38 млрд руб. был получен в апреле).

**Доступны источники докапитализации**

### Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Активы	4 594,4	4 722,3	-3%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 117,9	3 221,2	-3%
розничные	310,8	318,7	-2%
корпоративные	2 807,1	2 902,5	-3%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,6%	1,3%	+0,3 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	2 929,0	2 948,2	-1%
Собственный капитал	416,6	439,7	-5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель I)	12,9%	10,4%	+2,5 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	21,0	19,8	+6%
Чистый комиссионный доход	3,5	4,0	-12%
Чистый убыток	-18,7	-4,3	-
Чистая процентная маржа	2,3%	2,2%	+0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Спад валютного кредитования**

В 1 кв. 2015 г. общий кредитный портфель банка сократился на 3,2% до 3,12 трлн руб., что стало следствием снижения объема валютного кредитования (на 6% кв./кв. до 20,9 млрд долл.), при этом прирост рублевого кредитования составил всего 0,6%. Объем кредитования ОАО Газпром и его дочерних компаний почти не изменился, составив 69 млрд руб.

Розничное кредитование (в основном представлено рублевыми кредитами) уменьшилось на 2,5% кв./кв. до 311 млрд руб. по всем сегментам, включая ипотеку, что, скорее всего, является следствием ухудшения их качества и дефицита капитала.

**Улучшения качества кредитов не произошло**

Как мы и предполагали, улучшения качества кредитов во 2 кв. не произошло: показатель NPL 90+ по-прежнему растет темпами 9% в квартал. Также продолжилось увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+24% до 539 млрд руб.), что не свидетельствует в пользу улучшения качества портфеля. Также почти в два раза вырос показатель NPL 1-90 дней по корпоративному кредитованию. Источниками кредитного риска остаются задолженность Мечела и займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине (по данным менеджмента, размер риска составляет 4,1 млрд долл.). Мы по-прежнему полагаем, что более чем 4-кратное покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным.

2 сентября 2015 г.

**Государство пока  
готово  
абсорбировать  
убытки**

Учитывая возможность получения дополнительного капитала со стороны государства, мы не ждем срабатывания loss absorption по субордам нового образца в среднесрочной перспективе (1-2 года). Однако есть риск снижения цен по субордам, поскольку капитал продолжает оставаться под давлением убытков.

**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 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	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
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.