



3 марта 2016 г.

## Мировые рынки

### Нефть выстояла под ударом отчета EIA о запасах нефти

Опубликованный вчера отчет EIA указал на сильный недельный прирост (10,4 млн барр. против +3,5 млн барр. на прошлой неделе) коммерческих запасов сырой нефти в американских хранилищах, свидетельствуя о сохраняющемся переизбытке нефти в мире (рост запасов в США стал следствием повышения импорта нефти, тогда как собственная добыча осталась на уровне 9,1 млн барр./сутки). Рынок нефти быстро восстановился от изначально негативной реакции на столь "медвежий" отчет: сегодня Brent котируется около 36,7 долл./барр, оставаясь в "бычьем" тренде. В вышедшей Бежевой книге (на основе которой будет приниматься решение на следующем 15-16 марта заседании FOMC) дается нейтральная оценка относительного общего состояния экономики: улучшения на рынке труда и повышение потребительских расходов нивелируется спадом в энергетическом секторе и замедлением экспорта.

### Иностранное участие в размещении бондов РФ под вопросом

США еще на год продлили антироссийские санкции, что было ожидаемо. По данным СМИ, Goldman Sachs, скорее всего, откажется от участия в размещении суверенных бондов РФ (несмотря на поданную ранее заявку) из-за неформальных рекомендаций со стороны Правительства США. По нашему мнению, локальные банки способны обеспечить размещение суверенных бондов РФ в полном объеме (3 млрд долл.) за счет использования ликвидности, находящейся сейчас на корсчетах и депозитах в иностранных банках (ее общий объем мы оцениваем в размере 75 млрд долл.). Однако, скорее всего, это не тот результат, который ожидает Минфин, в условиях сохраняющейся у банков валютной задолженности перед ЦБ РФ.

## Валютный и денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности. См. стр. 2

## Экономика

В центре внимания ЦБ - завышенные инфляционные ожидания. См. стр. 3

## Рынок ОФЗ

### Аукционы встретили ажиотажный спрос

Спрос на ОФЗ, предложенных на вчерашних аукционах в объеме 35 млрд руб., составил 92 млрд руб., при этом оба выпуска были реализованы полностью. Классические ОФЗ 26217 были размещены (почти половина пришлось на одну заявку) с доходностью по цене отсечения на уровне YTM 9,57%, что соответствует премии к суверенной кривой (близкие по дюрации 26205 и 26209 котируются с YTM 9,38-9,4%) и указывает на то, что ралли закончилось. По нашему мнению, ситуация, при которой вся кривая доходностей госбумаг находится ниже депозитной ставки ЦБ, является неравновесной. По-видимому, это обусловлено высоким спекулятивным спросом со стороны нерезидентов, которые не предполагают ослабления рубля, по крайней мере, в краткосрочной перспективе (при таком предположении доходности ОФЗ выглядят все еще высокими). Фиксация прибыли от текущего ралли (катализатором может стать разворот по нефти) приведет к росту доходностей краткосрочных ОФЗ до депозитной ставки, при этом кривая останется инвертированной. Бумаги 29006 разошлись по крупным заявкам без ценового дисконта ко вторичному рынку (отсечение по цене 106,8%). Мы считаем, что эти бумаги сохраняют потенциал для ценового роста, даже в предположении, что ставки длинных IRS опустятся еще на 50 б.п. вниз вслед за снижением RUONIA на 100 б.п. до текущей депозитной ставки ЦБ РФ.

## Рынок корпоративных облигаций

Тинькофф Банк: неплохой результат для розничного банка. См. стр. 3

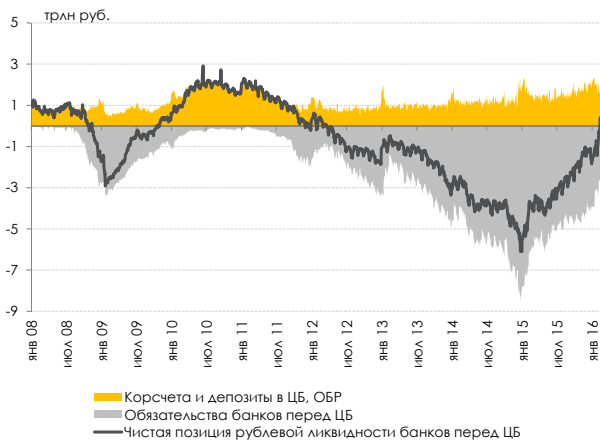
Газпром нефть: поддержание сильных производственных показателей требует инвестиций. См. стр. 4

## Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Со слов К. Юдаевой, сейчас происходит постепенный переход от структурного дефицита к структурному профициту ликвидности. Под структурным дефицитом подразумевается ситуация систематического превышения рефинансирования ЦБ над ликвидными активами банков в ЦБ, которая наблюдалась с 2012-2015 гг.

По мере финансирования за счет трат из Резервного фонда значительного дефицита бюджета в банковский сектор стали поступать крупные объемы вливаний со счетов Минфина. Поскольку конвертация средств из Резервного фонда происходит через внутреннюю операцию с ЦБ, то направляя данные средства на госрасходы, по сути, осуществляется эмиссия рублевых средств, но до тех пор, пока она не будет стерилизована ЦБ. Объем бюджетных инъекций в 2014 г. составил около 1 трлн руб., в 2015 г. - рекордные 3 трлн руб. По нашим оценкам, вливания бюджетных средств и в этом году может быть не сильно меньше 3 трлн руб. Это позволило банкам значительно снизить задолженность перед ЦБ (по РЕПО в 2015 г. снижение с 2,9 трлн руб. до 1,7 трлн руб. на начало 2016 г.) и на фоне новых поступлений такая тенденция продолжится и в ближайшие месяцы.

### Динамика чистой рублевой ликвидной позиции банков перед ЦБ



### Приток ликвидности полностью стерилизован за счет снижения задолженности перед ЦБ и Минфином



Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Поскольку объем потенциальных вливаний из бюджета в 2016 г. (макс. 3 трлн руб.) перекрывает текущий уровень задолженности перед ЦБ (1,6 трлн руб.), недавно перешедшая в позитивную область чистая ликвидная позиция банков перед ЦБ (превышение ликвидных активов над обязательствами в ЦБ) вскоре станет обычным явлением и в банковском секторе сформируется некоторый излишек ликвидности, который может опустить короткие ставки МБК значительно ниже ключевой ставки. Поэтому ЦБ заверяет, что текущий операционный механизм ЦБ позволяет таргетировать ставки денежного рынка. Мы полагаем, что под этим регулятор подразумевает то, что по мере перехода к профициту рублевой ликвидности (то есть устойчивой позитивной чистой позиции банков по ликвидности перед ЦБ, в предыдущие годы она была негативной), ЦБ будет предпринимать активные меры по ее абсорбированию, что будет приводить к минимизации негативного спреда между рыночными короткими ставками МБК и ключевой ставкой ЦБ (11%). К числу этих мер мы относим аукционы ЦБ по размещению средств банков на депозиты Банка России и операции с ценными бумагами (например, выпуск ОБР).

Мария Помельникова  
 maria.pomelnikova@raiffeisen.ru  
 +7 495 221 9845

## В центре внимания ЦБ - завышенные инфляционные ожидания

Согласно опубликованным данным Росстата, инфляция с 21 по 29 февраля опустилась до 0,1% после того, как она находилась на более высоком уровне 7 недель подряд. К. Юдаева, комментируя в СМИ это снижение, отметила, что ЦБ будет следить за скоростью дальнейшего изменения цен и пока рано говорить об этом как об устойчивой тенденции. По мнению Банка России, хотя инфляционные ожидания несколько снизились в феврале (после их роста в ноябре 2015 г. - январе 2016 г.), все же остаются "достаточно высокими". Банк России выражает беспокойство относительно того, что среднесрочные инфляционные ожидания, в том числе и профессионального сообщества "не закорены на уровне даже близком к 4%", т.е. таргету ЦБ на конец 2017 г. Мы отмечаем, что повышенные инфляционные ожидания сами по себе являются дополнительным источником инфляционного давления, тогда как текущая динамика инфляции и факторы, ее формирующие (в особенности, снижение экономической активности), указывают на возможность дальнейшего сокращения инфляции. На этом фоне неудивительно, что довольно серьезное расхождение между текущим улучшением ценовой динамики и по-прежнему завышенными инфляционными ожиданиями концентрирует внимание ЦБ, как на отдельном источнике риска. Поэтому помимо того, что ЦБ вновь подтвердил настроенность осуществлять такие меры, которые обеспечили бы выход на 4% инфляции в 2017 г., Банк России акцентирует внимание на стремлении сформировать ожидания реальной возможности достижения этого уровня.

По последним данным Росстата, инфляция в феврале может оказаться несколько ниже первоначальных оценок, т.е. около 0,7%. Причем, исходя из предварительной статистики, такое развитие событий действительно обеспечено фундаментальными факторами, т.е., к примеру, замедлением роста цен на отдельные категории продовольствия, включая плодоовощную продукцию. Это способствует ожидаемому снижению инфляции в годовом выражении до 8,2-8,3% по итогам февраля против 9,8% в январе, но пока в причинах ее сокращения превалирует эффект высокой базы 2015 г. На фоне эффекта базы к концу марта инфляция, таким образом, может опуститься серьезно ниже 8%. В то же время мы разделяем опасение ЦБ, что по мере его исчерпания, во 2 кв. инфляция может вновь возрасти. То, выйдет ли инфляция к концу 2016 г. на уровни, прогнозируемые ЦБ (<7% в январе 2017 г.), во многом будет зависеть от потенциального проинфляционного влияния от ослабления рубля. На данный момент мы как и ЦБ отмечаем снижение коэффициента переноса ослабления рубля на инфляцию, однако не спешим полностью исключать риски раскручивания инфляции в связи с влиянием курса во 2 полугодии 2016 г.

**Мария Помельникова**

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Тинькофф Банк: неплохой результат для розничного банка

Тинькофф Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. 2015 г., согласно которой банку удалось получить чистую прибыль 0,9 млрд руб. (против 0,7 млрд руб. в предшествующем квартале), в результате прибыль по итогам года составила 1,85 млрд руб., что соответствует возврату на капитал 8,6% (что является неплохим показателем, особенно для сегмента необеспеченного розничного кредитования, который испытывает проблемы из-за высокой стоимости риска). В 2016 г. банк планирует сохранить прибыльность на уровне 4 кв. 2015 г. и дальнейшее развитие не кредитного бизнеса.

Улучшение показателей в 4 кв. произошло главным образом за счет снижения отчислений в резервы в абсолютном выражении (стоимость риска составила 13,2% против 15% в 3 кв.) и повышения доходности кредитного портфеля (по нашим оценкам, средняя ставка выросла на 2 п.п. до 45% годовых, что транслировалось в увеличение чистой процентной маржи до 31,1%). Приобретение кредитов банка Связной еще на 3,3 млрд руб. увеличило кредитный портфель до 101 млрд руб., при этом значительный рост расходов на привлечение клиентов (на 52% до

1,3 млрд руб.) указывает на повышенную кредитную активность. По нашим оценкам, в 4 кв. валовый объем выдачи кредитов составил 27 млрд руб. (против 23,9 млрд руб. в предшествующем квартале). По-видимому, валовый прирост кредитования обусловлен в основном пролонгацией кредитов и повышением лимитов по уже выданным картам: общий объем используемых карт почти не изменился, при этом число карт с лимитом выше 100 тыс. руб. выросло на 13,6% до 507,4 тыс. Качество кредитов продемонстрировало небольшое улучшение: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) снизился на 1,1 млрд руб. до 13,48 млрд руб., при этом списано было 3,86 млрд руб. (это больше чем в 3 кв. - 3,15 млрд руб.). Кредиты на ранней стадии просрочки (NPL 1-90 дней) сократились на ~1 млрд руб. до 6,4 млрд руб.

В 4 кв. общая достаточность капитала (H1.0) осталась на уровне 13,01 (на 1 января 2015 г.), однако в январе произошло падение до 11,79% (на 1 февраля 2016 г.), что обусловлено регулятивным повышением операционного риска (вклад 1 п.п.), а также кредитованием (RW по кредитам превышает 2x).

Прибыльность все еще не поспевает за ростом кредитования, однако пока сохраняется высокий запас капитала (8 млрд руб. или 8% портфеля) над минимальным уровнем ЦБ РФ (8%).

В рамках высоко рискованной стратегии лучшей альтернативой бондам АКВНС 18 (105% от номинала), которые в последнее время сильно подорожали, и сейчас их котировки не соответствуют кредитному риску, являются более короткие выпуски RUSB 16 (старый суборд по цене 85%) и RUSB 17 (старший выпуск по цене 87%). Для более консервативных инвесторов мы рекомендуем STPETE 17 (YTM 10,64%).

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

## Газпром нефть: поддержание сильных производственных показателей требует инвестиций

Второй квартал  
подряд с  
отрицательным  
денежным потоком

Вчера Газпром нефть (BB+/Ba1/BBB-) опубликовала ожидаемо слабые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО. Рентабельность по EBITDA упала с 20,6% в 3 кв. до 17,3% в 4 кв., чистый убыток составил 17 млрд руб., отрицательный свободный денежный поток увеличился в несколько раз до 49 млрд руб., а долговая нагрузка возросла с 1,76x до 2,04x Чистый долг/EBITDA. Однако стоит учитывать что рост общего долга на 22% кв./кв. связан с переоценкой обязательств в валюте, а значительный убыток вызван прочими расходами на 21,3 млрд руб., которые в основном состоят из резервов под обесценение зарубежных активов из-за падения цен на нефть, и 27 млрд руб. убытков по курсовым разницам. Более того, у компании на счетах 163,4 млрд руб., что полностью покрывает краткосрочный долг в размере 147,3 млрд руб. Напомним, ранее менеджмент компании рассчитывал полностью рефинансировать краткосрочную задолженность.

На телеконференции компания подтвердила планы по капитальным вложениям на уровне 360 млрд руб. на 2016 г. Мы полагаем, что Газпром нефть не сможет сгенерировать положительный свободный денежный поток в 2016-17 гг. при низких ценах на нефть, но при этом компания способна обеспечить капвложения и дивидендные выплаты с учетом рефинансирования краткосрочной задолженности. Высокие капвложения выглядят оправданно с учетом роста производственных показателей в 2015 г. на 21% г./г. (добыча углеводородов)

### Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	417 527	434 988	-4%	1655 775	1690 557	-2%
ЕБИТДА	72 210	89 490	-19%	320 204	307 067	+4%
Рентабельность по EBITDA	17,3%	20,6%	-3,3 п.п.	19,3%	18,2%	+1,2 п.п.
Чистая прибыль	-17 096	20 090	-	116 198	126 656	-8%
Чистая рентабельность	-4,1%	4,6%	-	7,0%	7,5%	-0,5 п.п.
Операционный денежный поток	65 548	75 629	-13%	285 175	283 965	0%

Капвложения	-114 798	-86 154	+33%	-349 036	-271 330	+29%
Свободный денежный поток	-49 250	-10 525	+4,7x	-63 861	12 635	-
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2015			30 сент. 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	818 098			672 848		+22%
Краткосрочный долг	147 319			133 251		+11%
Долгосрочный долг	670 779			539 597		+24%
Чистый долг	654 694			527 694		+24%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,04x			1,76x		-

\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Сильные производственные показатели по итогам года

В 4 кв. суточная добыча углеводородов выросла на 0,6% кв./кв. до 1,69 млн барр. н.э., но в целом за 2015 г. рост составил 21% г./г. до 1,62 млн барр. н.э. благодаря совместным предприятиям с НОВАТЭКом – СеверЭнергия и Нортгаз. Так, суммарная добыча нефти увеличилась на 8% кв./кв. до 416 млн барр., газа – на 69% до 29,9 млрд куб. м. В сегменте переработки результаты немного хуже (-0,9%) уровня предыдущего года. Мы не ожидаем роста объемов переработки в будущем, так как компания нацелена на улучшение структуры выпуска нефтепродуктов.

### Рентабельность сократилась на плановых ремонтных работах

Валовая выручка Газпром нефти упала в 4 кв. на 6% кв./кв. из-за снижения продаж нефтепродуктов, так как на Московском и Омском НПЗ велись плановые ремонтные работы. Сокращение объемов продаж нефтепродуктов негативно отразилось на показателе EBITDA, который упал на 19% кв./кв. В целом суммарные операционные расходы увеличились лишь на 1,3% кв./кв. и не оказали заметного негативного эффекта на рентабельность. По нашему мнению, менеджмент компании способен жестко контролировать расходные статьи и эффективность капвложений. Мы ожидаем увеличения рентабельности компании в будущие периоды при условии восстановления цен на нефть, в том числе за счет увеличения добычи нефти с льготным налогообложением.

### Капвложения вырастут на 3% в 2016 г.

Капвложения в 4 кв. увеличились на 33% кв./кв. до 115 млрд руб., в целом по году рост составил 29% г./г. до 349 млрд руб. В 2016 г. рост по капитальным вложениям составит около 3% г./г., что, скорее всего, не удастся покрыть операционным денежным потоком, который в 2015 г. составил 285 млрд руб. (+0,4% г./г.). Очевидно, что Газпром нефти придется рефинансировать часть своей задолженности, и мы не сомневаемся, что компании это удастся. Отметим, компания имеет значительный запас прочности за счет накопленных денежных средств.

Долларовые выпуски SIBNEF 22 и SIBNEF23 котируются со спредом около 230-250 б.п. к суверенной кривой РФ, что соответствует 12-месячному среднему (220 б.п.). Интерес для покупки представляют среднесрочные бонды SIBNEF 18, номинированные в евро с YTM 4,08%, которые предлагают премию 53 б.п. к бумагам Газпрома. Покупка бумаг может быть интересна инвесторам, нечувствительным к санкциям (напомним, Газпром нефть находится под действием финансовых санкций США/ЕС). Рублевые выпуски эмитента стоят дорого, котируясь с YTM <1%.

**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 ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

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

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #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.