



8 декабря 2015 г.

## Мировые рынки

### Котирунки нефти могут привести к тектоническим изменениям

Основным событием вчерашнего дня стало падение котировок нефти (с 43 до 40,9 долл./барр. Brent, что является минимумом за последние 6 лет), что по-видимому стало несколько запоздалой реакцией на решение стран ОПЕК (на прошлой неделе) сохранить добычу нефти на текущем фактическом уровне, превышающем установленные квоты (таким образом, ОПЕК, по сути, перестала регулировать цены с помощью сокращения производственных квот). Продолжающаяся дешеветь нефти не способствует восстановлению потребительской инфляции в США хотя бы до уровня базовой инфляции, что повлияет на цикл повышения ключевой долларовой ставки (недавно Дж. Йеллен заявляла о том, что второе и последующие повышения будут зависеть от фактической динамики инфляции). На этом фоне доходности 10-летних UST опустились на 6 б.п. до YTM 2,21% (рынок американских акций также ушел в минус из-за дешевеющих акций нефтяных компаний), что отражает ожидания инвесторов в сохранении на низком уровне цен на нефть в течение длительного времени и, как следствие, в более умеренном ужесточении монетарной политики ФРС. В отношении российского долга негативный фактор низких цен на нефть, конечно, будет перевешивать (позитивный фактор в виде относительно более умеренного повышения доходностей вдоль кривой UST). Вчера суверенные бонды РФ (Russia 42, 43) продемонстрировали довольно умеренное (в сравнении с нефтью) снижение цен (на 0,8 п.п.).

## Валютный и денежный рынок

Бюджетные средства "уходят" на погашение задолженности перед ЦБ и Казначейством РФ, не создавая возможности для снижения коротких ставок МБК. См. стр. 2

## Рынок корпоративных облигаций

### ГПБ: выйти из убыточности не удалось. См. стр. 2

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил вновь слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2015 г., которые однако оказались лучше 2 кв. (банку удалось сократить чистый убыток с 18,7 млрд руб. во 2 кв. до 8,2 млрд руб.). Позитивное влияние на результат (процентный доход) оказала докапитализация через ОФЗ (специальный выпуск привилегированных акций увеличил уставный капитал на 126 млрд руб.), при этом достаточность капитала 1-го уровня по МСФО выросла на 1,8 п.п. до 10,7%, по РСБУ этот показатель (Н1.2) также вырос на 1,1 п.п. до 9,4%. В то же время улучшения качества кредитов в 3 кв. не произошло: показатель NPL 90+ взлетел на 54% до 77,8 млрд руб., отчисления в резервы остаются повышенными (стоимость риска ~4% в сравнении с чистой процентной маржой (2,9%). Запас капитала для выкупа суборда есть, однако сохраняющиеся риски (дальнейшего падения цен на нефть) являются сдерживающим фактором, как следствие, мы нейтрально смотрим на суборды ГПБ с loss absorption.

### Евраз: ухудшение прогноза по рейтингу оправданно

Агентство S&P изменило прогноз рейтинга Evraz Group (BB-/Ba3/BB-) со "стабильного" на "негативный" в связи со снижением рентабельности экспорта, также S&P прогнозирует, что отношение Долг/ЕБИТДА компании в 2015-16 гг. повысится до 4,0x (на конец 1П 2015 г. - 3,1x), кроме того, поддержку не окажет и неблагоприятная ситуация на внутреннем рынке. Мы считаем действия агентства оправданными, так как компания имеет невысокий запас прочности по сравнению с конкурентами в условиях ухудшающейся ситуации на рынках стали и коксующегося угля. Так, по итогам 1П 2015 г. прибыльность Евраз (18,8%), оказавшаяся под давлением низкого спроса на продукцию компании, заметно уступает показателям других металлургов (Северсталь - 35,1%, ММК - 30,5%, НЛМК - 25,6% за 1П 2015 г.), при этом Чистый долг у Евраз остается повышенной - 2,6x LTM EBITDA (на 30 июня 2015 г. 0,6x - у Северстали, 0,5x - у НЛМК, 1,1x - у ММК). Однако отметим, что у Евраз нет высокого риска краткосрочного рефинансирования: накопленные денежные средства (996 млн долл.) полностью покрывают краткосрочный долг (947 млн долл.). Однако уже во 2П 2016 г. компании предстоит погасить, по нашим оценкам, еще 600 млн долл., в 2017 г. - 1,2 млрд долл., для чего, по-видимому, компания и хочет разместить новый евробонд (сейчас идет премаркетинг, детали пока не озвучены). Бонды EVRAZ 18, 20 котируются со спредом 100 б.п. к кривой ВымпелКома, что, по нашему мнению, является справедливым. Негативное влияние на котировки находящихся в обращении бумаг эмитента может оказать размещение нового евробонда.

## Бюджетные средства "уходят" на погашение задолженности перед ЦБ и Казначейством РФ, не создавая возможности для снижения коротких ставок МБК

После того, как короткие ставки денежного рынка смогли ненадолго снизиться в середине прошлой недели до уровня ключевой ставки (11%), уже с понедельника они вновь находятся на уровне 11,5-11,75%. Причем общий объем запаса средств на корсчетах и депозитах в ЦБ нельзя назвать низким (1,6 трлн руб.). Но стоит отметить, что с самого начала декабря значительная часть средств была абсорбирована на депозиты в ЦБ (453 млрд руб.), и эта ликвидность, по сути, временно недоступна для межбанковского рынка. О том, что спрос на рублевые средства в целом при этом остается повышенным, свидетельствует систематическое превышение спроса над предложением на аукционах недельного РЕПО, 3 мес. кредитов 312-П, депозитных аукционах Казначейства РФ, равно как и резкий рост объемов более дорогого фиксированного РЕПО с ЦБ (до 290 млрд руб. сегодня на утро). Как мы и предполагали, поступающие сейчас достаточно большие объемы средств из бюджета, а также накопленные ранее средства, полностью идут на погашение задолженности перед ЦБ и Минфином и на компенсацию оттока в связи с ростом наличности в обращении - на прошлой неделе на это понадобилось более 500 млрд руб. Наши предположения о том, что Казначейство РФ постепенно начнет сокращать лимиты своих аукционов, вынуждая банки возвращать средства на казначейские счета подтверждаются, но погашение текущей задолженности по депозитным аукционам (~850 млрд руб.) ведомство за счет пролонгации пока смогло отсрочить как минимум до следующей недели. Осознавая все вышеперечисленные риски, ЦБ сегодня расширил лимит недельного РЕПО на 200 млрд руб. до 750 млрд руб. Впрочем, мы признаем, что текущая ситуация со ставками не сильно отличается от нашего прогноза, описанного в обзоре "Денежный рынок: декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?". Различие, заключающееся в еще более интенсивном притоке бюджетных средств в начале декабря, чем мы предполагали в этом прогнозе, не помогает снижению коротких ставок МБК, поскольку данные средства так же быстро "уходят" из системы на погашение задолженности перед регулятором.

**Мария Помельникова**

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## ГПБ: выйти из убыточности не удалось

**Стоимость риска по-прежнему превышает процентную маржу**

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил вновь слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2015 г., которые однако оказались лучше 2 кв. Сократить чистый убыток (с 18,7 млрд руб. во 2 кв. до 8,2 млрд руб.) удалось благодаря 1) процентному доходу от ОФЗ, полученных от АСВ в рамках докапитализации (специальный выпуск привилегированных акций увеличил уставный капитал на 126 млрд руб.); 2) переоценке инвестиций в зависимые предприятия (Eriell Group International Limited, АО СОГАЗ, Petrozamor S.A.), учитываемых по долевному методу; 3) прибыли от небанковской деятельности (+3,7 млрд руб. против убытка в предшествующем квартале). Отчисления в резервы, хотя и сократились кв./кв. на 2 млрд руб., остаются повышенными - 38,3 млрд руб., что соответствует стоимости риска на уровне 4% (что на 50 б.п. ниже 2 кв.). В сравнении со стоимостью риска чистая процентная маржа (2,9% против 2,3% во 2 кв.) выглядит низкой.

**Вливание от АСВ повысило достаточность капитала 1-го уровня**

Достаточность капитала 1-го уровня по МСФО выросла на 1,8 п.п. до 10,7% вследствие произведенной докапитализации за счет АСВ. По РСБУ этот показатель (Н1.2) также вырос на 1,1 п.п. до 9,4%. В 2016 г. для банка доступны средства ФНБ в объеме до 100 млрд руб. для пополнения капитала 2-го уровня с целью финансирования инфраструктурных проектов (первый транш в размере 38 млрд руб. был получен в апреле).

## Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
<b>Активы</b>	<b>4 906,7</b>	4 594,4	+7%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	<b>3 395,8</b>	3 117,9	+9%
розничные	<b>315,8</b>	310,8	+2%
корпоративные	<b>3 080,0</b>	2 807,1	+10%
<b>NPL (90+)/Кредитный портфель</b>	<b>2,3%</b>	1,6%	+0,7 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	<b>2 981,2</b>	2 929,0	+2%
<b>Собственный капитал</b>	<b>546,0</b>	416,6	+31%
<b>Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)</b>	<b>14,7%</b>	12,9%	+1,8 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.
<b>Чистый процентный доход до резервов</b>	<b>27,5</b>	21,0	+31%
Чистый комиссионный доход	<b>5,0</b>	3,5	+29%
<b>Чистый убыток</b>	<b>-8,2</b>	-18,7	-
<b>Чистая процентная маржа</b>	<b>2,9%</b>	2,3%	+0,6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

### Низкая кредитная активность

Увеличение в 3 кв. кредитного портфеля на 8,9% до 3,4 трлн руб. стало следствием главным образом переоценки валютных кредитов, в то время как прирост рублевых кредитов составил всего 2,6% кв./кв. (до 1,74 трлн руб.), а долларовое кредитование, напротив, сократилось на 1,5 млрд долл. до 19,4 млрд долл. Объем кредитования ОАО Газпром и его дочерних компаний почти не изменился, составив 66 млрд руб.

Розничное кредитование (в основном представлено рублевыми кредитами) выросло на 1,6% кв./кв. до 316 млрд руб. главным образом за счет потребительских кредитов (+6,4%).

Менеджмент ожидает рост кредитования в 2016 г. на 3-5%.

### Всплеск NPL 90+

Улучшения качества кредитов в 3 кв. не произошло: показатель NPL 90+ взлетел на 54% до 77,8 млрд руб. в основном за счет корпоративного сегмента. Также продолжилось увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+8,7% до 585,8 млрд руб.), что не свидетельствует в пользу улучшения качества портфеля. Источниками кредитного риска остаются займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине (размер риска составляет 3,3 млрд долл., из которых 2,2 млрд долл. является риском ПАО Газпром, то есть в случае реализации риска перед банком, по нему будет отвечать Газпром). Мы по-прежнему полагаем, что почти 4-кратное покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным.

### Выплата Газпромом дивидендов повлияла на валютную ликвидность

Из обязательств произошел заметный отток средств, прежде всего, с валютных счетов (порядка 3,6 млрд долл.), что менеджмент банка объясняет выплатой Газпромом дивидендов в 3 кв. Задолженность перед Газпромом и его дочерними компаниями снизилась на 40 млрд руб. до 727 млрд руб. Также отток наблюдался и по рублевым счетам, что было компенсировано привлечением депозитов Минфина (+62,5 млрд руб.).

Из общего доступного лимита рефинансирования ЦБ РФ в объеме 900 млрд руб. ГПБ использовал лишь треть, что говорит о низком риске рефинансирования предстоящих в 2016 г. погашений долговых ценных бумаг на сумму 177 млрд руб. (из них 115 млрд руб. - рублевые облигации).

### Запас капитала для выкупа суборда есть, однако сохраняющиеся риски являются сдерживающим фактором

Суборд GPBRU 23 номиналом 750 млн долл. с условием loss-absorption котируется на уровне 92% от номинала, что транслируется в YTC 10,6% @ август 2018 г. и YTM 10,1%. Такие уровни соответствуют рублевой доходности > 20%, что превосходит возврат на капитал большинства универсальных крупных банков РФ (в том числе и ГПБ) даже в относительно хорошие годы. Не исключено, что в случае стабилизации качества кредитов банк может частично выкупить бумаги с рынка. Однако сдерживающим обстоятельством выступают снижающиеся цены на нефть, которые через ослабление рубля оказывают давление на капитал.

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.