

Пульс рынка

- **Основное внимание к событиям на Украине.** Главным источником неопределенности сейчас стала ситуация вокруг Украины (особенно, в связи с возможностью ввода РФ своих вооруженных сил на территорию Украины с целью защиты русскоязычного населения и негативной реакцией на это США и ЕС). На опасениях негативного сценария цены на нефть подскочили на 1,5% (до 111 долл./бар. марки Brent). Не способствовала позитиву и порция макроданных по США: рост ВВП в 4 кв. был пересмотрен в сторону понижения (до 2,4% в годовом выражении против предыдущей оценки +3,2% и +4,1% в 3 кв.) за счет более низких, чем оценивалось ранее, продаж на внутреннем рынке. На рынках наблюдается бегство в качество, о чем свидетельствует снижение доходностей 10-летних UST на 4 б.п. до YTM 2,6%. Сегодня мы ожидаем расширения кредитных спредов, что, скорее всего, транслируется в повышение доходностей и российских суверенных бондов РФ.
- **ЦБ РФ ударил ставками по спекулянтам...** Сегодня с утра в специальном внеплановом пресс-релизе ЦБ сообщил о повышении ключевой базовой ставки (недельного РЕПО) на 1,5 п.п. до 7%, что автоматически транслировалось в эквивалентное удорожание остальных инструментов: валютных свопов - до 8%, а мин. ставки по аукционам 312-П - до 7,25%. Это стало полной неожиданностью для рынка, несмотря на то, что ужесточение монетарной политики после заседания ЦБ 14 февраля многие участники уже учитывали в ожиданиях. Безусловно, эта мера экстренная и связана с опасениями, что инфляционные риски, прогнозируемые ЦБ из-за валютного шока (наша оценка ранее - максимум 0,7 п.п. к инфляции в 2014г.), теперь из-за событий в Украине и более резкого падения курса, могут стать значительно серьезнее. Очевидно, данная мера, жестко ограничивающая рублевую ликвидность, должна замедлить стремительное падение рубля и сдерживать девальвационные ожидания. Уже сегодня в первой половине дня курс находился около 36,5 руб./долл. и 50,2 руб./евро, несмотря на то, что в выходные в обменных пунктах валюта котируется на 2-3 рубля выше. Однако впоследствии, учитывая, что падение рубля уже все меньше связано с экономическими, и все больше с политическими факторами, такая мера может и не оказать желаемого эффекта. Мы опасаемся, что решение ЦБ чревато серьезными осложнениями для денежного рынка: о/п ставки МБК уже сегодня колеблются в диапазоне 7-8% (против ~6,3% на конец прошлой недели), и будет иметь негативный эффект для банковской системы. Отметим, что и без того дефицит ликвидности сейчас должен был продолжать расти из-за оттока, связанного с приростом наличности в обращении (перед 8 марта, и в связи с ситуацией на валютном рынке) и ввиду интервенций ЦБ (которые на границе валютного коридора, где сейчас торгуется курс, становятся безлимитными).
-новая реальность для рублевых ставок.** Риски представляет усиление перетока средств юрлиц и физлиц в иностранную валюту. По нашим оценкам, в январе именно юрлица (не банки) выступили основными покупателями валюты, купив, по нашим расчетам, порядка 12 млрд долл., физлица приобрели лишь 2 млрд долл. (не учитывая наличность). В результате мер ЦБ более высокие ставки по рублевым депозитам ограничат их конвертацию. Мы ожидаем, что для банков может произойти заметное удорожание фондирования, но, сейчас оно не выглядит критичным: в целом по системе задолженность перед ЦБ РФ составляла (на 1 февраля) 8,3% от обязательств, а чистая процентная маржа у крупных универсальных банков превышает 3%. Тем не менее, рост стоимости рублевых средств может сильно сократить их прибыльность, что при росте отчислений в резервы окажет давление на капитал ряда банков. Рынок ОФЗ отреагировал заметным повышением доходностей: длинные 26207 и 26212 вплотную подошли к YTM 8,7% и YTM 8,95% (на 30-40 б.п., чем в пятницу), короткие выпуски скорректировались в район >7%. Мы ожидаем дальнейшего роста доходностей ОФЗ (еще на 50 б.п.), при этом кривая ОФЗ может принять более плоскую форму (характерно для стран с высокими базовыми ставками). Конечно, это в предположении отсутствия тренда на ослабление рубля (который приводит к сокращению позиции нерезидентов в ОФЗ, на 1 января 2014 г. их доля составляла 23,9%). Доходности корпоративных облигаций могут вырасти на 200-250 б.п. (из-за отсутствия пенсионных накоплений и повышения РЕПО).

Темы выпуска

- ПСБ: резервы съели всю прибыль за 4 кв.
- Газпром нефть: на пике инвестиционного цикла

ПСБ: резервы "съели" всю прибыль за 4 кв.

Промсвязьбанк, ПСБ (-/Ba2/BB-), занимающий 10-е место в России по размеру активов на 1 января 2014 г. (по данным Интерфакса), опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. 2013 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. В последнем квартале года банк получил убыток в 1,6 млрд руб., обусловленный, главным образом, отчислениями в резервы под обесценение кредитов (6,4 млрд руб., в 3 раза выше среднего объема отчислений в предыдущие 3 квартала). Кредитный портфель увеличился за квартал на 7,3% до 571,3 млрд руб. и на 17,8% в целом по году, что является высоким темпом в сравнении с прибыльностью (показатель ROAE составил всего ~6%, возврат на регулятивный капитал еще меньше - 4,15%). Вследствие повышения кредитной активности (при низкой прибыльности) достаточность капитала 1-го уровня (по Базель 1) в 2013 г. снизилась на 90 б.п. до 9,4%. Показатель Н1.2 (достаточность капитала по Базель 3, рассчитываемая по РСБУ), напротив, увеличился с 6,74% до 7,32% (на 1 февраля 2014 г. - 7,31%), что является комфортным уровнем (при минимальной планке 5,5%). Банк не исключает пополнение капитала 1-го уровня в этом году за счет средств акционеров. Чистая процентная маржа (ЧПМ) на уровне 4,6% является умеренным значением в сравнении со стоимостью риска (2,7%, в 3 раза выше, чем в 2012 г.). О невысоком качестве портфеля свидетельствует показатель NPL 90+ в сумме со списанными/проданными кредитами за 2013 г. на уровне 5,7% портфеля.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	31 декабря 2013	30 сентября 2013	изм.
Активы, в т.ч.	739,1	738,4	-
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	571,3	532,4	+7,3%
розничные	67,9	64,5	+5,3%
корпоративные	416,2	386,9	+7,6%
МСБ	87,2	81,1	+7,6%
NPL/Кредитный портфель	3,6%	3,4%	+0,2 п.п.
Собственный капитал	66,2	68,4	-3,3%
Коэффициент общей достаточности капитала	14,43%	16,08%	-1,65 п.п.
ROE	5,9%	11,4%	-5,5 п.п.
Выпущенные долговые бумаги (вкл. субординированные)	91,5	94,0	-2,7%
Депозиты и счета клиентов	488,1	460,2	+6,1%
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	8 100	7 791	+4%
Чистый комиссионный доход	2 529	2 237	+13%
Операционные доходы	10 769	11 179	-4%
Чистая прибыль	-1 645	1 132	н/а
Чистая процентная маржа	4,6%*	4,8%	

За весь 2013 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Прирост корпоративных кредитов (+7,6%) и МСБ (+7,6%) несколько опередил розничное кредитование (+5,3%) в 4 кв., однако, по итогам года наибольшее увеличение портфеля произошло именно в рознице (+24,6% против +17,4% в корпоративном сегменте). Доля розничного кредитования (на 60% состоит из потребительских кредитов) за год увеличилась на 0,7 п.п. до 11,9%.

**Качество кредитов
продолжает
ухудшаться**

Об отсутствии улучшения качества кредитного портфеля свидетельствует объем кредитов, списанных/проданных в течение 2013 г., который составил 9,7 млрд руб. в корпоративном и 2,18 млрд руб. в розничном сегменте (5,1 млрд руб. и 4,75 млрд руб. в 2012 г.). После списаний показатели NPL 90+ по корпоративному и розничному сегментам составили 3,3% и 5,75%, соответственно (3,1% и 4,9% на конец 1П 2013 г.). По оценкам менеджмента, корпоративные кредиты с низким качеством составляют 71 млрд руб. (14% сегмента), что заметно выше, чем было еще год назад (10,3 млрд руб., или 2,4% сегмента). При возросших кредитных рисках мы отмечаем, что уровень резервирования является адекватным: резервы на 125% покрывают NPL 90+. Менеджмент ожидает дальнейшего ухудшения качества кредитов (кредитный риск на Украину, как прямой, так и косвенный, незначителен).

**Убыток по ценным
бумагам в 4 кв.**

Неблагоприятная конъюнктура на рынке ценных бумаг в 4 кв. обусловила убыток в размере 1,14 млрд руб. по инвестициям в финансовые активы, отражаемые по справедливой цене (58 млрд руб.), в результате по итогам года по ним был получен убыток 548 млн руб. В то же время кредитное качество ценных бумаг находится на высоком уровне: 58% портфеля размещено в долговые инструменты инвестиционной категории. Доля ценных бумаг, находящихся в залоге, снизилась с 34% в 3 кв. до 16%.

**Избыток рублевой
ликвидности ушел в
кредитование**

Большая часть инвестиций в кредитный портфель в 4 кв. (+37,25 млрд руб.) была профинансирована за счет избытка ликвидности, накопленного в 1П 2013 г. (благодаря притоку клиентских средств), при этом объем денежных средств и их эквивалентов сократился на 43 млрд руб. до 38 млрд руб. Приток клиентских средств в рублях (+23 млрд руб.) позволил снизить задолженность по МБК (на 10 млрд руб.). По балансу в иностранной валюте банк имеет превышение обязательств над активами (на 60 млрд руб. в рублевом эквиваленте), что обуславливает спрос на валютные свопы и рост стоимости фондирования (выраженной в рублях). Мы ожидаем, что этот фактор окажет давление на ЧПМ в 1 кв. 2014 г.

Рублевые облигации эмитента, по нашему мнению, справедливо оценены, торгуясь со спредом к суверенной кривой в размере 220-260 б.п., что является обоснованным для краткосрочных бумаг категории "BB". Наша рекомендация покупать STPETE 18 оправдалась: их спред к PSB 19 сузился с 75 б.п. до нуля. В сегменте бондов банков мы отдаем предпочтение "суборду" АКВНС 18 (без условия loss-absorption), которые котируются на одном уровне с бумагами БРС, несмотря на лучшее кредитное качество.

Газпром нефть: на пике инвестиционного цикла

**Внешние факторы
оказали давление на
финансовые
показатели**

В пятницу Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Они оказались несколько хуже, чем кварталом ранее, что в большей степени связано с изменением конъюнктуры рынка. Долговая нагрузка в отношениях Чистый Долг/EBITDA составляет всего 0,6х, что предполагает высокий запас прочности. Тем не менее, сейчас компания находится на пике инвестиционного цикла, и, кроме собственной инвестпрограммы, ей будет необходимо компенсировать расходы Газпрома по Приразломному месторождению (которое она получит от материнской компании). В связи с этим мы ожидаем повышения долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	386 691	402 312	-4%	1 504 037	1 519 450	-1%
EBITDA	76 771	90 916	-16%	305 212	292 357	+4%
Рентабельность по EBITDA	19,9%	22,6%	-2,7 п.п.	20,3%	19,2%	+1,1 п.п.
Чистая прибыль	45 581	60 662	-25%	186 720	184 152	+1%
Чистая рентабельность	11,8%	15,1%	-3,3 п.п.	12,4%	12,1%	+0,3 п.п.
Операционный денежный поток	56 824	94 027	-40%	276 736	247 748	+12%
Инвестиционный денежный поток	-83 106	-72 068	-15%	-255 725	-180 456	-42%
Финансовый денежный поток	46 879	-50 283		-13 010	-16 032	-19%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сен. 2013	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	313 868	243 234	+29%			
Краткосрочный долг	52 413	47 401	+11%			
Долгосрочный долг	261 455	195 833	+34%			
Чистый долг	185 922	143 716	+29%			
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,61x	0,48x				

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Ожидается рост добычи на 5% в 2014 г.

В 4 кв. Газпром нефти удалось стабилизировать добычу на зрелых месторождениях и немного увеличить общий показатель за счет новых проектов. Так, среднесуточная добыча нефти выросла на 0,7% кв./кв. При этом компания продолжает наращивать добычу газа (+17,7% кв./кв.), что обеспечивает основной рост операционных показателей. В 4 кв. среднесуточная добыча углеводородов возросла на 4% кв./кв. до 1,29 млн барр. н.э./сутки. Мы полагаем, что и в 2014 г. газовые активы останутся ключевым драйвером. По прогнозам менеджмента, увеличение добычи углеводородов должно составить около 5%.

Качественный скачок в производстве топлива

Сегмент переработки стабилизировался после падения показателей во 2 кв. 2013 г. из-за перебоев с поставками нефти ТНК-BP. Так, в 4 кв. объем переработки сократился лишь на 3,3% кв./кв., что связано с сезонными факторами и графиком вывода НПЗ на ремонт. В целом по году снижение составило лишь 1,6% г./г. При стабильном объеме переработки Газпром нефть сделала существенный качественный рывок в структуре выпуска. Так, доля бензинов класса ЕВРО-5 увеличилась с 23% до 76%, а дизельного топлива - с 23% до 71%. Мы полагаем, что в этом году объемы переработки изменятся незначительно, компания будет продолжать программу модернизации заводов.

Экспорт сырой нефти восстанавливается

После падения экспорта сырой нефти (были увеличены поставки на собственные НПЗ) во 2-3 кварталах объемы реализации начали восстанавливаться. Так, в 4 кв. поставки на экспорт выросли на 7,3% кв./кв., а общий объем продаж - на 17% кв./кв. Однако сокращение доходов в сегменте переработки на 8,3% кв./кв. не позволило нарастить общую выручку в 4 кв. В целом по году реализация нефти снизилась на 21% г./г. В результате в 2013 г. выручка от продаж нефти упала на 26,8% г./г. до 176 млрд руб. Газпром нефть компенсировала выпадающие доходы в сегменте добычи за счет роста выручки от продаж нефтепродуктов (+10% г./г. до 1,03 трлн руб.).

Рентабельность упала до 19,9%

На фоне падения доходов в 4 кв. рентабельность по EBITDA снизилась с 22,6% до 19,9%. Стоит отметить, что внешние факторы в 4 кв. были более негативными по сравнению с предыдущим кварталом: средние цены реализации упали как по сырой нефти, так и по ряду нефтепродуктов на внешних рынках. Однако Газпром нефть остается одной из самых эффективных компаний в секторе по показателю EBITDA на баррель собственной добычи нефти (29,8 долл./барр.).

Капитальные вложения отстают от плана	По итогам года капитальные вложения составили 208,6 млрд руб., что несколько ниже запланированного уровня в 7,4-7,5 млрд долл. В 4 кв. они выросли на 27% кв./кв. до 66,2 млрд руб. Снижение выручки и рентабельности привели к существенному сокращению (-40% кв./кв.) операционного денежного потока - до 56,8 млрд руб. В результате Газпром нефть получила отрицательный свободный денежный поток в размере 9,3 млрд руб. Но в целом по году он превысил 68 млрд руб.
Ожидаемый рост долговой нагрузки	На телеконференции менеджмент сообщил, что капитальные вложения в 2014 г. могут составить около 300 млрд руб. Рост связан в основном с разработкой новых месторождений. Мы считаем, что долговая нагрузка Газпром нефти будет увеличиваться в последующие годы, так как компании необходимо финансирование своих добывающих проектов. Более того, после передачи проекта Газпрома по добыче нефти на Приразломном месторождении в Печорском море на баланс Газпром нефти, ей придется компенсировать затраты материнской компании. Общая сумма расходов может превысить 90 млрд руб. (стоимость платформы). Но менеджмент сообщил, что Газпром предоставит рассрочку по этим выплатам. Отметим, что на данный момент уровень долговой нагрузки Газпром нефти - один из самых низких в отрасли, что дает ей большой запас прочности и потенциал для привлечения заимствований для финансирования инвестиционной программы. Рублевые облигации Газпром нефти имеют невысокую ликвидность и котируются со спредом к суверенной кривой в размере 70-100 б.п., что соответствует минимальной границе диапазона доходностей квазисуверенных бумаг 1-го эшелона. Мы ожидаем коррекции локальных корпоративных облигаций: реальный спрос на них на первичном рынке, по нашему мнению, минимум на 150 б.п. выше, чем котируемые доходности бумаг на вторичке в настоящий момент. На рынке евробондов выпуск SIBNEFT 22 выглядит справедливо оцененным в сравнении с бумагами других нефтегазовых эмитентов, мы ожидаем рост их доходностей.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	РМК
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	СУЭК
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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. 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.