

Пульс рынка

- ▶ **Затишье перед публикацией отчета по занятости в США.** Опубликованные вчера макроданные по США оказались неоднозначными. Значения PMI и ISM свидетельствуют о восстановлении экономики в марте на фоне улучшения погодных условий. Число первичных заявок на пособия по безработице выросло сильнее ожиданий. Дефицит торгового баланса увеличился на 7,6% м./м. в феврале до 42,3 млрд долл. (в т.ч. в связи с оплатой трансляции Олимпийских игр). Инвесторы заняли выжидательную позицию в преддверии выхода отчета по занятости в США, который является ключевым для оценки состояния экономики и, как следствие, для определения темпа выкупа активов на баланс ФРС. Рост payrolls более чем на 200 тыс. (уровень консенсус-прогноза), скорее всего, приведет к повышению доходностей UST. В сегменте российских бумаг наблюдалось небольшое снижение котировок. Бонды АКВНС 15 (YTM 8,5%) отреагировали умеренным понижением цен на заявление менеджмента ТКС-Банка, что качество кредитов существенно ухудшится в этом году (показатель CoR будет заметно выше 17%). Мы считаем, что loss absorption банка находится на высоком уровне (за счет большой доли переменных издержек, запаса капитала, высокой процентной маржи (=36%) в сравнении с CoR), и рекомендуем покупать АКВНС 15.
- ▶ **МЭР призывает стимулировать экономику бюджетными расходами.** Вчерашние заявления А. Клепача о том, что рост ВВП может быть существенно ниже 1%, не стали неожиданностью: в последнее время МЭР упоминало несколько вариантов снижения текущего прогноза (2,5%). Гораздо важнее, что в базовом сценарии ведомства, со слов А. Клепача, отток капитала будет не менее 100 млрд долл. По сути это означает, что МЭР может снизить прогноз по росту ВВП на 2014 г. и до 0,6% (эту оценку называл недавно А. Улюкаев в предположении такого оттока). На этом фоне МЭР вновь "реанимирует" вопрос о возможности изменения бюджетного правила (расходы не должны превышать доходы более чем на 1% ВВП при цене 93 долл./барр.) в пользу дополнительных инвестиций. Одним из аргументов МЭР служит то, что дополнительные бюджетные доходы этого года в большей степени будут связаны с падением курса рубля, а в отличие от допдоходов из-за высокой цены на нефть, они "бюджетным правилом не стерилизуются". А. Клепач назвал вдвое более высокую, чем наша, оценку "курсовых" допдоходов (800-900 млрд руб.), что может означать либо более сильное падение рубля до конца года (наши расчеты из ~36 руб.), либо сильный косвенный эффект. Мы склоняемся к оценке общих допдоходов (курс+цена на нефть) в этом году в ~700-800 млрд руб., и почти все они пойдут на компенсацию выпадающих нефтегазовых доходов. Стоит отметить, что фискальное стимулирование может и не привести к росту производительности труда (а именно это, на наш взгляд, могло бы "перезапустить" экономику). Опыт докризисного периода показал, что оно в большей степени активизировало потребление (через опережающий рост зарплат в госсекторе).
- ▶ **РСХБ (-/Ваа3/ВВВ-): капитала едва хватает для покрытия проблемных кредитов.** Банк опубликовал результаты по МСФО за 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Во 2П 2013 г. был получен убыток (до налогов) в 280 млн руб., что стало следствием небанковской деятельности (-2,3 млрд руб.; +0,5 млрд руб. в 1П). За год банк заработал всего 729 млн руб., что соответствует почти нулевой прибыльности (операционный доход "съедается" административными издержками). Темп кредитования не изменился п./п., составив 8,2% во 2П и 17,8% за год (портфель достиг 1,37 трлн руб.), опередив динамику корпоративного сегмента в целом по системе (+12,7%). Доля с/х и смежных отраслей в кредитном портфеле уменьшилась за год с 61% до 56%. Качество кредитного портфеля изменилось несильно: NPL 90+ (в сумме с просроченными кредитами, находящимися в стадии реструктуризации и/или пересмотра условий) вырос в абсолютном выражении лишь на 6,4% до 218,8 млрд руб., а его отношение к портфелю сократилось с 17,6% до 15,9%. В течение года "плохие кредиты" были списаны на 5,6 млрд руб. (+30% г./г.), или всего 0,4% портфеля. Поскольку представители Правительства заявили, что вливание 30 млрд руб. в 2013 г. в капитал было последним, основной риск для РСХБ представляет вызревание проблемных кредитов, покрытие которых резервами остается низким - на уровне 52% (против 47% в 2012 г.). Для полного покрытия требуется 104 млрд руб., что уменьшило бы капитал на 35% и привело бы к снижению достаточности капитала Н1 с 15,28% на 1.01.2014 г. до 9,9% (это ниже допустимого минимума). Отметим, что на 1.03.2014 г. достаточность капитала увеличилась до более комфортных 16,78% (вероятно, за счет сокращения RWA). С учетом нулевой прибыльности, отсутствие возможности новых вливаний в капитал со стороны государства, единственной возможностью роста капитализации является сокращение RWA (в т.ч. за счет кредитного портфеля). Мы считаем, что "старый" "суборд" RSHB 21 выглядит дешево в сравнении со старшими выпусками (даже с учетом стоимости call-опциона), предлагая к ним премию >150 б.п.

Темы выпуска

- ▶ **АФК Система: впереди рекордные дивиденды**

АФК Система: впереди рекордные дивиденды

АФК Система (BB/Вa3/BB-) представила финансовую отчетность за 4 кв. 2013 г. по US GAAP, которая произвела на нас нейтральное впечатление.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	4 кв. 2012	изм.
Выручка	9 873	9 251	+6,7%	9 434	+4,6%
OIBDA	2 276	2 445	-6,9%	2 071	+9,9%
Рентабельность по OIBDA	23,1%	26,4%	-3,3 п.п.	21,9%	+1,2 п.п.
Чистая прибыль	58	1 614	-28x	396	-7x
Операционный денежный поток	1 823	2 440	-25%	1 312	+39%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-1 622	178	n/a	-43	+38x
Капвложения	-1 602	-926	+73%	-1 429	+12%
Финансовый денежный поток	-963	-2 338	-59%	-1 433	-33%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	13 275	13 349	-0,5%
Краткосрочный долг	2 511	2 833	-11,4%
Долгосрочный долг	10 764	10 516	+2,4%
Долг/OIBDA LTM*	1,5x	1,5x	-

*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонно слабый 4 кв. Башнефти оказал давление на общие результаты

Увеличение выручки продемонстрировали практически все активы за исключением Башнефти (-6% кв./кв. до 4,5 млрд долл.), снижение результатов которой связано с сокращением реализации нефтепродуктов из-за сезонно меньшего спроса, а также выбытия Уфаоргсинтеза. Рост выручки МТС (+2% до 3,2 млрд долл.) произошел за счет сезонного увеличения продаж сотовых телефонов и признания выручки от выполнения крупного госконтракта МГТС. Наибольший вклад в прирост выручки внесли РТИ (+66% кв./кв. до 792 млн долл.) и Детский мир (+23% кв./кв. до 368 млн долл.).

Снижение OIBDA в 4 кв. объясняется, прежде всего, показателями Башнефти (увеличение затрат на добычу и переработку в связи с ростом потребления энергии в зимний период). Давление на рентабельность OIBDA МТС в 4 кв. (OIBDA осталась на уровне 3 кв. - 1,4 млрд долл.) традиционно оказывает более высокая доля низкомаржинального сегмента сотовой розницы и более значительные маркетинговые расходы. Стоит отметить, что в 4 кв. 2013 г. и в целом в 2013 г. все активы АФК Система были прибыльны на уровне OIBDA, за исключением SSTL (-147 млн долл., в т.ч. -33 млн долл. в 4 кв. 2013 г.). Напомним, что негативное влияние на деятельность индийского оператора в прошлом году оказало прекращение деятельности в 13 округах. Менеджмент намерен достичь положительного значения OIBDA этого актива в 1П 2015 г.

Значительное снижение чистой прибыли связано с единоразовыми неденежными статьями (обесценение гудвила и прочих активов NVision, обесценение оборудования и нематериальных активов Микрона, а также создание резервов).

Несмотря на сокращение чистого операционного денежного потока, его было достаточно для финансирования капитальных вложений, которые продемонстрировали сезонный рост, прежде всего, из-за увеличения затрат МТС - в 4 кв. 2013 г. их объем (37,7 млрд руб.) составил почти 50% от годового показателя.

В апреле должно быть принято решение о выплате рекордных дивидендов	В 4 кв. 2013 г. АФК Система получила дивиденды от дочерних компаний на общую сумму свыше 1 млрд долл. По информации менеджмента, в 2014 г. группа ждет дивидендов уже от 9 своих компаний (против 6 в 2013 г.). При этом, в ходе телеконференции было озвучено, что в этом году АФК Система выплатит своим акционерам рекордные дивиденды ("гораздо больше 350 млн долл."), что может привести к повышению долговой нагрузки. Кроме того, компания рассматривает возможность новых приобретений (ориентируясь на сделки до 300 млн долл.).
Риски рефинансирования незначительны	Общая долговая нагрузка за квартал осталась на уровне 1,5x Долг/OIBDA. Риски рефинансирования мы оцениваем как незначительные: размер денежных средств и их эквивалентов на конец года составил около 2,1 млрд долл. (без учета краткосрочных финансовых вложений еще на 1,7 млрд долл.), что покрывает долг к погашению в 2014 г. (2,5 млрд долл.) на 82%.
Бумаги эмитента выглядят дорого	Бонды AFKSRU 19 выглядели несколько лучше рынка, что привело к сужению их спреда к бумагам MOBTEL 20 с 45 б.п. до 30 б.п. Лучшей альтернативой бумагам АФК Система являются более короткие VIP 18 (@9,125%). На рублевом рынке облигации эмитента неликвидны и выглядят дорого: так, выпуск Система-2 котируется с YTM 8,5% @ август 2014 г., то есть на уровне 3-месячных ВТБ БО-3,4.

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

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

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

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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
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 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. 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.