



5 марта 2015 г.

Мировые рынки

В ожидании деталей QE от ЕЦБ

Основным событием сегодняшнего дня является итог заседания ЕЦБ, в ходе которого должны быть озвучены детали программы QE (в частности, распределение возможных убытков между ЦБ, по каким ценам и в каких объемах будет осуществляться выкуп). Макроданные, вышедшие по США, указывают на заметное улучшение рынка труда, отчет по которому будет опубликован завтра. Котировки Brent продолжили рост (до 61 долл./барр.), несмотря на гигантское увеличение запасов нефти в США (до 444 млн барр., макс. за 80 лет).

Валютный и денежный рынок

Роснефть поддержала рубль

В опубликованном отчете по МСФО указано, что в декабре Роснефть привлекла по РЕПО под залог собственных БО средства в объеме 350 млрд руб. (из них на год 278,2 млрд руб.), что эквивалентно 6,2 млрд долл. Напомним, что в декабре 2014 г. компания разместила БО в объеме 625 млрд руб., которые почти сразу были включены в Ломбардный список ЦБ. Это согласуется с нашим предположением о том, что выпуск БО Роснефти является частью структурированной сделки, в результате которой компания привлекла инвалюту, предоставленную ЦБ российским банкам по операциям валютного РЕПО. Приток валюты в компанию (в форме заемных средств) должен быть компенсирован продажами экспортной выручки (Роснефть в списке тех компаний, которым предписано сократить чистый объем валютных активов), что наряду с другими факторами оказало существенную поддержку рублю (со 2-ой половины декабря рубль заметно укрепился). Отсутствие сильных движений на валютном спот-рынке привело к снижению ставок по коротким NDF, в результате с начала недели спред FX swap - OIS сузился почти на 100 б.п. (до 320 б.п. по 3-месячным контрактам), но остается все еще расширенным. Мы сохраняем рекомендацию от 25 февраля покупать OIS и продавать 1-3M FX swap.

Экономика

Кратковременное замедление недельной инфляции может и не стать тенденцией. Фокус на публикацию итоговой статистики за февраль (сегодня-завтра). По данным Росстата, инфляция с 27 февраля по 2 марта снизилась с 0,4% до 0,2% (мин. с начала года, соответствует сезонности 2014 г.), что позволило годовому показателю остаться на уровне 16,4%. Главная причина ее замедления - начало падения цен на стабильно дорожающую до этого плодоовощную продукцию (-0,3%), а также снижение темпов роста цен на многие продовольственные товары, включая изделия из зерновых и сахар, находящиеся в группе риска. Однако по недельным данным о серьезном улучшении общей инфляции судить преждевременно, поскольку они не включают большую часть полного спектра непродовольственных товаров и услуг, рост цен на которые представляет сейчас не меньшую угрозу, чем продовольственный сегмент, так как находится под давлением вторичных эффектов девальвации рубля.

Рынок ОФЗ

Плавающие ОФЗ разместились без ажиотажа

На вчерашнем аукционе по размещению ОФЗ 29011 спрос лишь ненамного превысил предложение (15,3 млрд руб. против 15 млрд руб.), при этом бумаги были реализованы в объеме 13 млрд руб. (исходя из цены по номиналу). Средневзвешенная цена сложилась на уровне 93,07% от номинала, что близко к котировкам вторичного рынка до проведения аукциона. Мы сохраняем рекомендацию покупать ОФЗ 29011 и продавать 5-летний IRS, которая с момента ее открытия (18 февраля) имеет положительную переоценку за счет снижения ставок 5-летних IRS (на 30 б.п.). Отметим один нюанс - покупка ОФЗ 29011 означает получение 6-месячного OIS, в то время как продажа 5-летнего IRS означает выплату 6-месячного MosPrime/получение фиксированной ставки, как следствие возникает риск расширения спреда 6-месячного MosPrime-OIS, который необходимо захеджировать (купить 6m MosPrime/продать OIS). Рынок классических ОФЗ вчера продемонстрировал ценовой рост (длинные 26207 прибавили 1 п.п., короткие - 0,75 п.п.), что, возможно, связано с выходом недельных данных, свидетельствующих о замедлении темпа роста инфляции. Мы не разделяем оптимизм рынка.

Рынок еврооблигаций

ТКС Банк: без признаков улучшения качества. См. стр. 2

Роснефть: девальвация привела к росту долговой нагрузки. См. стр. 3

ТКС Банк: без признаков улучшения качества

Снижение чистой
прибыли почти в 2 раза
...

... не помешало
выплатить дивиденды

ТКС Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. 2014 г., которая свидетельствует о стабилизации качества кредитов кв./кв., однако и признаков улучшения ситуации пока не наблюдается. Стоимость риска снизилась на 1 п.п. до 15,2% в 4 кв. (при этом в среднем по году показатель составил 17,6%), что выглядит комфортным уровнем в сравнении с чистой процентной маржой (35,3%). Однако по РСБУ ситуация выглядит заметно хуже: стоимость риска - 19,6% лишь с небольшим запасом покрывается чистой процентной маржой 22,6%.

Почти двукратное снижение кв./кв. чистой прибыли (с 1,13 млрд руб. до 0,6 млрд руб.) стало главным образом следствием возросших административных расходов (обусловлено сезонностью), при этом небольшое падение чистого процентного дохода кв./кв. было компенсировано уменьшением отчислений в резервы. Возврат на капитал по итогам 2014 г. снизился с 38,8% до 16,4%.

Выплата дивидендов в размере 2,87 млрд руб. в 4 кв. (84% чистой прибыли, полученной в 2014 г.) оказала заметное давление на капитал: показатель его достаточности снизился на 5,2 п.п. до 15,94% для капитала 1-го уровня. Запас капитала над уровнем минимальных требований ЦБ РФ выглядит высоким (показатель Н1.1 составил 9,05% на 1 февраля 2015 г. при допустимых 5,5%), однако он позволит покрыть одновременное появление новых дефолтов в размере не более 12% кредитного портфеля (или 8,9 млрд руб.), и это событие не представляется маловероятным (для сравнения размер реструктурированных кредитов составляет 6,5 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы	108,8	96,5	+13%
Кредиты клиентам до вычета резервов	93,9	93,7	0%
NPL/Кредитный портфель	14,5%	14,2%	+0,3 п.п.
Депозиты клиентов	43,4	41,3	+5%
Собственный капитал	21,0	23,3	-10%
Коэффициент достаточности капитала (Н1)	15,5%	16,5%	-1 п.п.
ROE	15,7%	17,1%	-1,4 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7,7	7,9	-2%
Чистая прибыль	0,6	1,1	-45%
Чистая процентная маржа	35,3%	37,0%	-1,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Утилизация лимитов по
ранее выданным картам
удерживает кредитный
портфель от снижения

Размер кредитного портфеля практически не изменился (93,9 млрд руб.), при этом возрос объем реструктурированных кредитов на 1 млрд руб. Для портфеля потребительских кредитов, имеющего высокую скорость оборачивания (32% гасится в течение 3-х месяцев), даже отсутствие роста означает все еще высокий объем выдачи новых кредитов (порядка 8,1 млрд руб. в месяц). В то же время, по словам менеджмента, лишь 15% заявок одобряется, то есть для выдачи 8,1 млрд руб. в месяц объем заявок должен составить порядка 1,6 млн (исходя из среднего размера одного кредита 34 тыс. руб.), что выглядит весьма высоким показателем. По данным менеджмента, основная выдача кредитов приходится не на новые заявки, а на утилизацию лимитов по ранее выданным кредитным картам, при этом в 2014 г. снижение лимитов не происходило (это ежемесячно дает 5 млрд руб. прироста). Другой составляющей, поддерживающей объем кредитного портфеля, является начисление различного рода комиссий по ранее выданным кредитам.

Показатель NPL 90+ не
изменился из-за
списаний

Как мы и ожидали, качество кредитов не продемонстрировало ухудшения: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) вырос на 2,3% до 13,59 млрд руб., что составляет 14,5% портфеля и полностью покрывается резервами (формируются 20,6% портфеля). В 4 кв. объем списаний составил 3,1 млрд руб. (68% всех списаний за 2014 г.). Судя по динамике показателя NPL 1-90 дней, признаков для дальнейшего ухудшения качества

Удалось сэкономить на депозитах из-за их досрочного расторжения

кредитов не наблюдается.

В 4 кв. из-за сильного "движения" вкладчиков (некоторые вклады досрочно закрывали, другие напротив открывали) произошло снижение стоимости обслуживания депозитов (в среднем стоимость обязательств просела на 1,1 п.п. до 10,1%), несмотря на то, что из-за резкого повышения ключевой ставки в целом по банковской системе произошло удорожание пассивов. В целом с депозитов физлиц ушло порядка 10% средств, что было компенсировано притоком на текущие счета.

По нашему мнению, избыточный капитал (если такой имеется у банка) эффективнее было бы направить на выкуп подешевевшего старого "суборда" АКВНС 18 (УТМ 19%): вряд ли сейчас можно найти более доходные активы (конечно, если есть уверенность в их качестве/нет ожидания дальнейшего снижения цен).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Роснефть: девальвация привела к росту долговой нагрузки

Чистый Долг/EBITDA увеличился до 2,3х из-за девальвации рубля и слабых результатов

Вчера Роснефть (BB+/Ba1/-) опубликовала слабые финансовые результаты за 4 кв. 2014 г. по МСФО. Неблагоприятная рыночная конъюнктура оказала негативное влияние на основные показатели компании: выручка сократилась на 5% кв./кв., EBITDA - на 32% кв./кв., а рентабельность снизилась с 20% в 3 кв. до 14% в 4 кв. Ослабление российской валюты к доллару привело к росту Чистого долга на 45% кв./кв., а долговая нагрузка достигла значительных 2,3х Чистый долг/EBITDA. Напомним, ранее Роснефть планировала сократить этот показатель до уровня 1,3х в среднесрочной перспективе. Стоит также отметить, что у компании остаются обязательства по долгосрочным контрактам в счет полученных авансов в размере 1,1 трлн руб. По данным на конец 2014 г., в 2015 г. Роснефти было необходимо погасить 23,5 млрд долл. (и лишь 9,3 млрд долл. в 2016 г.). При этом в феврале 2015 г. компания погасила 7,13 млрд долл. мостовых кредитов на покупку ТНК-ВР и 500 млн долл. еврооблигаций. По нашим оценкам, Роснефти потребуется для выполнения обширной инвестпрограммы ~800-850 млрд руб., что может быть осуществлено за счет недавнего выпуска БО (в декабре и январе облигации были размещены в сумме 1 трлн руб.). С учетом поддержки со стороны государства мы оцениваем риски рефинансирования для компании на низком уровне.

Ключевые финансовые показатели Роснефти

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	1 311	1 382	-5%	5 503	4 694	+17%
EBITDA	188	276	-32%	1 057	947	+12%
Рентабельность по EBITDA	14,3%	20,0%	-5,6 п.п.	19,2%	20,2%	-1,0 п.п.
Чистая прибыль	89	1		350	551	-36%
Чистая рентабельность	6,8%	0,1%	+6,7 п.п.	6,4%	11,7%	-5,4 п.п.
Операционный денежный поток	358	366	-2%	1 626	1 213	+34%
Капвложения	183	139	+32%	577	572	+1%
Свободный денежный поток	175	227	-23%	1 049	641	+64%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 406			2 507		+36%
Краткосрочный долг	1 216			1 051		+16%
Долгосрочный долг	2 190			1 456		+50%
Чистый долг	2 467			1 697		+45%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,3х			1,5х		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча растет за счет газа

В 4 кв. суточная добыча углеводородов увеличилась на 2,5% кв./кв. и составила 5,2 млн барр. н.э./сутки: добыча нефти выросла на 0,4% кв./кв., добыча газа - на 12% кв./кв. Производство

нефтепродуктов в РФ повысилось на 5,9% кв./кв. до 22,2 млн тонн. Мы полагаем, что в будущем газовые активы должны стать основным фактором роста добычи Роснефти. Напомним, первоначальный прогноз роста добычи углеводородов (до 2020 г.) составляет в среднем 4% в год. Однако в текущей ситуации мы видим риски сокращения добычи нефти в 2015-17 гг. из-за падения добычи на старых месторождениях и замедления разработки новых проектов. Ранее Роснефть планировала за счет внедрения новых технологий сократить темпы падения до 2,9-3,2% в год.

**Роснефть сократила
продажи нефти**

В 4 кв. Роснефть сократила объемы реализации нефти (-7,7% кв./кв., -2,2 млн тонн), что частично было компенсировано ростом продаж нефтепродуктов (+7% кв./кв., +1,6 млн тонн). В целом продажи нефти, нефтепродуктов и нефтехимии снизились на 1,5% кв./кв. до 51 млн тонн. Вместе с сокращением цен на продукцию это привело к падению выручки на 5,1% кв./кв.

**Резкий рост расходов,
вероятно, носит
временный характер**

На фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры (падение цен при отставании снижения пошлин - "эффект ножниц Кудрина") рентабельность по EBITDA сократилась с 20% в 3 кв. до 14% в 4 кв. Сам показатель упал на 32% кв./кв. На наш взгляд, существенное давление на рентабельность оказал рост запасов сырой нефти. Так, расходы на закупку углеводородов увеличились на 9,1% кв./кв. до 132 млрд руб. Объемы закупки сырой нефти выросли до 45,9 млн барр. (+5,2 млн барр. кв./кв.), тогда как объем реализации сократился на 7,7% кв./кв. (-16,1 млн барр. кв./кв.), а переработка выросла всего лишь на 8,4 млн барр. кв./кв. Мы полагаем, что остатки закупленной нефти будут реализованы в 1П 2015 г. Кроме того, опасения вызывает рост операционных расходов как в сегменте добычи (+11% кв./кв.), так и в переработке (+26% кв./кв.). Мы считаем, что ситуация стабилизируется в 1П 2015 г.

**Капитальные вложения
будут сокращены на 30%
в долларовом
выражении**

Операционный денежный поток незначительно сократился (-2% кв./кв.) по сравнению с предыдущим кварталом, при этом капитальные вложения увеличились на 32% кв./кв. В итоге свободный денежный поток упал на 23% кв./кв. до 175 млрд руб. В результате за 2014 г. капвложения составили всего 577 млрд (+1% г./г.), тогда как первоначально менеджмент Роснефти прогнозировал рост капзатрат в 2014 г. на 30% г./г. до 730 млрд руб. (потом план был понижен до 600-700 млрд руб.). По информации менеджмента, в 2015 г. план капвложений будет сокращен на 30% в долларовом выражении. Ранее (во 2 кв. 2014 г.) компания планировала нарастить вложения до 1 трлн руб. в 2015 г. (28,5 млрд долл. по курсу на конец 2 кв. 2014 г.). По нашим оценкам, Роснефти потребуется для выполнения обширной инвестпрограммы ~800-850 млрд руб., что может быть осуществлено за счет недавнего выпуска БО (в декабре и январе облигации были размещены в сумме 1 трлн руб.). С учетом поддержки со стороны государства мы оцениваем риски рефинансирования для компании на низком уровне.

Евробонды Роснефти имеют одну из самых высоких доходностей среди бумаг российских эмитентов высокого кредитного качества, что обусловлено главным образом действием санкций. Мы рекомендуем бонды TMENRU17 (YTM 7,9%), TMENRU 18 (YTM 8,5%) к покупке инвесторам, нечувствительным к санкциям.

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

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#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	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
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	НОМОС Банк	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.