



13 марта 2015 г.

Мировые рынки

За исключением рынка труда макростатистика по США остается слабой

Очередная порция данных по США оказалась неоднозначной. Число первичных заявок на пособия по безработице за прошлую неделю оказалось лучше ожиданий, при этом общее количество безработных не изменилось, составив 2,4 млн. Заметные улучшения на рынке труда (прежде всего, по данным payrolls) пока не проявляются в реальном секторе экономики: американцы стали меньше покупать, о чем свидетельствует продолжившееся в феврале падение розничных продаж (на 0,6% м./м., консенсус-прогноз предполагал рост на 0,3% м./м.). Основной причиной стали слабые продажи новых автомашин (они упали на 2,5% м./м.). После распродаж накануне финансовые рынки продемонстрировали восстановление котировок (американские индексы прибавили 1,5%), доходности 10-летних UST остались на уровне YTM 2,11%. Суверенные евробонды РФ не стали исключением из общей позитивной ценовой динамики, наблюдавшейся вчера в долгах GEM.

Экономика

Снижение ключевой ставки ЦБ сегодня очень вероятно, несмотря на повышенную инфляцию

Инфляция 3-10 марта осталась на уровне 0,2% (16,7% г./г.). Важным выводом по новым данным является то, что намечившееся в начале марта удешевление плодоовощной продукции пока не закрепилось: на прошлой неделе фрукты и овощи подорожали (+0,3% против -0,3% неделей ранее), а именно этот сегмент в ближайшее время мог бы сыграть ведущую роль в замедлении общей инфляции. После сильного сокращения темпов роста цен на молочную и мясную продукцию в феврале, сейчас какое-либо выраженное улучшение в этих сегментах прекратилось. Напряженной остается ситуация с ценами на хлебобулочную продукцию и изделия из зерновых, ускоренное удорожание которых продолжается. В целом среднесуточный темп роста цен возрос и предполагает ~1% инфляции в марте (мин. 16,7% г./г.). При этом, скорее всего, не сильно улучшилась ситуация с непродовольственными товарами и услугами (большая часть данных по ним не включается в недельные отчеты Росстата), и итоговая инфляция может быть выше. Мы опасаемся вторичных эффектов девальвации на цены, когда удорожание происходит уже не столько из-за роста цен импортных товаров и отечественных аналогов, а распространяется на большинство товаров и принимает самоподдерживающийся характер ввиду избыточных инфляционных ожиданий. Учитывая это, мы по-прежнему не видим возможностей для какого-либо существенного снижения ключевой ставки исходя из инфляционной динамики, но последняя риторика представителей ЦБ делает этот сценарий вполне реалистичным. Напомним, что в ожиданиях участников рынка уже заложено минимум 100 б.п. снижения ставки сегодня (всего на 250 б.п. в течение 12М). Вполне возможно, что неслучайно в недавнем интервью Д. Тулин называет текущую ставку излишне высокой для бизнеса и отмечает, что ключевая ставка может быть ниже инфляции. Мы обращаем внимание, что, по мнению ЦБ, при недавно сниженной ключевой ставке (до 15%) монетарная политика остается жесткой ввиду замедления роста денежного предложения. В совокупности, из-за такой тональности высказываний регулятора, вероятность снижения ставки уже сегодня высока.

Рынок ОФЗ и свопов

Инвесторы не верят в другую возможность, кроме снижения ключевой ставки

Основным событием сегодня для локального рынка является решение ЦБ по ставке, большинство трейдеров ожидает ее снижения минимум на 100 б.п. Судя по вчерашней динамике котировок IRS (ставки снизились на 20-30 б.п.) и ОФЗ (доходности снизились на 20-40 б.п.), уверенность в понижении ставки нарастает. В то же время, если ЦБ не оправдает ожидания рынка (понижит ставку менее чем на 100 б.п. и обратит внимание на рост инфляции), то классические ОФЗ продемонстрируют заметное ценовое снижение. Мы рекомендуем сохранять спекулятивную короткую позицию в ОФЗ (DV01 > 0).

Рынок корпоративных облигаций

ХКФ Банк: акционер поддержал ликвидностью. См. стр. 2

Результаты банка по МСФО за 4 кв. 2014 г. произвели на нас нейтральное впечатление. В конце 2014 г. акционер поддержал банк, предоставив краткосрочный депозит на 9,9 млрд руб. под 21,4% год. для компенсации оттока вкладчиков: в 4 кв. физлица забрали со счетов 35,6 млрд руб. Старый "суборд" HCFBRU 20 (YTC 18,7% @ апрель 2018 г.) выглядит дешево в сравнении с новым субордом HCFBRU 21 (YTM 19%).

Лента: покупатели идут за привлекательной ценой. См. стр. 3

Облигации Лента-3 (YTP 17% @ март 2016 г.) представляют интерес в ожидании снижения ключевой ставки (в котировках это не заложено). Также мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 (YTP 16,5-17% @ август 2016 г.), СПб Теле-1,2,3 (YTP 16-18% @ июнь 2016 г.), а также краткосрочные рублевые бонды HYDRRM 15 (YTM 15,4%), RSHB 16 (YTM 15,4%) и SBERRU 16 (YTM 15%).

ХКФ Банк: акционер поддержал ликвидностью

Эффект пересчета инвалюты позволил сократить убыток

ХКФ Банк (-/B2/BV-) представил финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление: чистый процентный доход почти не изменился кв./кв., составив 11 млрд руб. (против 11,46 млрд руб. в 3 кв.), при этом отчисления в резервы немного сократились (до 10,5 млрд руб.), а чистый убыток составил 345 млн руб. (против 161 млн руб. в 3 кв.). В целом по итогам года чистая процентная маржа (16,7%) оказалась заметно ниже стоимости риска (18,9%), а чистый убыток составил 4,5 млрд руб. Однако эффект пересчета иностранной валюты, который появился в 4 кв. (~3 млрд руб.), позволил сократить совокупный убыток до 1,34 млрд руб.

Акционер поддержал банк ликвидностью в момент сильного оттока вкладов

Норматив достаточности капитала 1-го уровня в 4 кв. увеличился по МСФО на 0,7 п.п. до 9,8%, по РСБУ (Н1.2) - на 0,3 п.п. до 9,4% (при допустимом минимуме 5,5%). По нашим оценкам, этого запаса достаточно, чтобы абсорбировать единовременное (в течение квартала) появление новых проблемных кредитов в размере 12-15% портфеля. По словам менеджмента, банк может рассчитывать на помощь со стороны акционера - PPF Group. Кстати говоря, эта поддержка уже была оказана в конце 2014 г. в виде краткосрочного депозита на 9,9 млрд руб. под 21,4% годовых (на тот момент это была рыночная ставка) для компенсации бегства вкладчиков: в 4 кв. остатки на счетах физлиц сократились на 35,6 млрд руб. (объем денежных средств и их эквивалентов уменьшился на 27,7 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели ХКФ Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	338 740	343 605	-1%
Кредиты клиентам до резервов	292 663	293 738	0%
NPL 90+/Кредитный портфель	15,6%	16,8%	-1,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	54 385	44 655	+22%
Депозиты клиентов	187 263	211 944	-12%
Собственный капитал	52 648	50 003	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	24,4%	23,7%	+0,7 п.п.
ROAA	-1,3%	-1,6%	+0,3 п.п.
Чистая процентная маржа	16,7%	17,2%	-0,5 п.п.
В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	11 006	11 463	-4%
Чистый комиссионный доход	4 565	4 824	-5%
Операционные доходы	16 757	16 664	+1%
Чистый убыток	-345	-161	+2,1x

* включая субординированные бонды

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Темп выдачи новых кредитов остается высоким

Размер кредитного портфеля (до вычета резервов) не изменился, составив 293 млрд руб., что свидетельствует о довольно высоком темпе выдачи новых кредитов (в среднем 24 млрд руб. в месяц). Снижение сегмента кредитов наличными (на 3,5% до 177,5 млрд руб.) было компенсировано ростом POS-кредитования (на 10,6% до 63,6 млрд руб.). Отметим, что в 4 кв. кредиты без просрочки были проданы связанной стороне в размере 5,6 млрд руб. (в целом по году - 24,1 млрд руб., или 8,2% всего портфеля) в рамках управления капиталом.

Показатель NPL 90+ снизился из-за списаний

Сокращение показателя NPL 90+ в абсолютном выражении на 4 млрд руб. до 45,5 млрд руб. и в отношении к портфелю на 1,2 п.п. до 15,6% произошло вследствие произведенных в 4 кв. списаний на 17,2 млрд руб. (5,8% портфеля). Объем сформированных резервов (47,9 млрд руб.) не выглядит высоким, учитывая довольно большой размер NPL 1-90 дней (18,4 млрд руб.).

Банк мог бы направить часть капитала для частичного выкупа с рынка старого "суборда" НСFB 20 (YTC 18,7% @ апрель 2018 г.), торгующегося на 20 п.п. ниже номинала (его амортизация уже началась). Но в условиях дефицита длинной валютной ликвидности менеджмент, возможно, предпочтет сохранить выпуск до call-опциона, который сейчас обходится лишь в 9,38% год. (что не выглядит высокой ставкой в текущих условиях даже для старшего необеспеченного долга).

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

Лента: покупатели идут за привлекательной ценой

**Улучшение
закупочных условий и
эффективный контроль
над издержками дают
результат**

Вчера ритейлер Лента (В+/В1/-) опубликовал результаты по МСФО за 2014 г., а также провел телеконференцию. Ранее компания сообщала, что по итогам года ожидает добиться рентабельности по EBITDA на уровне ~11%, что полностью реализовалось, хотя по итогам 1П маржа EBITDA составляла 9,5%. Во 2П компания продолжила улучшать закупочные условия у поставщиков (валовая маржа повысилась до 23,6%, что позволило достичь уровня 22,6% по итогам года, +0,8 п.п. г./г.), а также наращивать эффективность логистических операций (уровень централизации поставок составил ~40%, +3 п.п. г./г.).

Лента рассчитывает, что спад в экономике позволит ей нарастить долю рынка, в то время как более слабые игроки будут терять позиции. Стратегия компании подразумевает удержание ценового лидерства: ритейлер стремится удерживать цены на базовую корзину товаров как минимум на 5% ниже, чем ближайшие конкуренты. Судя по предварительным итогам продаж в январе-марте, оптимизация ассортимента и гибкая ценовая политика дают результат: Лента сообщила об ускорении роста выручки - до 37,4% г./г. (с начала года по 10 марта), по сравнению с ростом на 31% г./г. в 4 кв. 2014 г.

В 2015 г. Лента планирует добиться роста выручки на 34-38%, при этом инвестиции в органический рост сети должны составить около 25 млрд руб., что позволит открыть 20-25 гипермаркетов (из них 10 - в 1П, 3 из которых уже запущено), а также 10-15 супермаркетов. Таким образом, Лента рассчитывает, что ранее заявленная цель по удвоению торговых площадей к 2016 г. будет выполнена.

Компания заявила о том, что планирует финансировать инвестиции из операционного денежного потока, что подразумевает, что размер долга останется стабильным, в то время как долговая нагрузка Долг/EBITDA может снизиться благодаря росту бизнеса. При этом компания имеет доступ к кредитным линиям в размере около 36 млрд руб.

По итогам 2014 г. показатель Чистый долг/EBITDA составил 2,8х. Весь долг по-прежнему номинирован в рублях. Доля краткосрочного долга составляет ~17%. ~72% портфеля представлено кредитами с плавающей процентной ставкой, из них хеджирование используется для ~36% портфеля. Средняя эффективная стоимость долга Ленты за 2014 г. составила 12%, однако по итогам 1 кв. 2015 г. стоимость долга может составить уже ~17% (в предположении, что текущий уровень ставок MosPrime останется без изменения). По расчетам Ленты, снижение ставки MosPrime на 100 б.п. должно привести к снижению средней процентной ставки по долговому портфелю на 0,4 п.п.

Ключевые финансовые показатели Ленты

В млн руб., если не указано иное	2П 2014	2П 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	108 089	82 135	+32%	193 988	144 266	+34%
Валовая прибыль	25 473	18 288	+39%	43 857	31 462	+39%
Валовая рентабельность	23,6%	22,3%	+1,3 п.п.	22,6%	21,8%	+0,8 п.п.
EBITDA	13 255	9 801	+35%	21 377	16 467	+30%
Рентабельность по EBITDA	12,3%	11,9%	+0,4 п.п.	11,0%	11,4%	-0,4 п.п.
Чистая прибыль	6 396	4 594	+39%	9 075	7 147	+27%
Операционный поток	15 230	11 980	+27%	15 979	10 936	+46%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-23 319	-15 326	+52%	-35 111	-23 633	+49%
Капвложения	23 323	15 360	+52%	35 115	23 668	+48%
Финансовый поток	17 247	6 180	+2,8х	24 955	15 372	+62%

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 июня 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	71 250	53 887	+32%
Краткосрочный долг	12 695	8 999	+44%
Долгосрочный долг	58 555	44 888	+30%
Чистый долг	59 214	51 010	+16%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,77x	2,85x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Облигации Лента-3 (YTP 17% @ март 2016 г.) представляют интерес в ожидании снижения ключевой ставки (в котировках это не заложено). Также мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 (YTP 16,5-17% @ август 2016 г.), СПб Теле-1,2,3 (YTP 16-18% @ июнь 2016 г.), а также краткосрочные рублевые бонды HYDRRM 15 (YTM 15,4%), RSHB 16 (YTM 15,4%) и SBERRU 16 (YTM 15%).

Наталья Колупаева

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 98 52

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

Х5	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.