



24 июня 2015 г.

Мировые рынки

На рынок UST вернулась уверенность в скором повышении ставки

Вслед за спадом опасений относительно возможного дефолта Греции (хотя соглашение все еще не достигнуто) на рынке UST доходности восстановились (10-летние бонды прибавили 4 б.п. до УТМ 2,41%). Это свидетельствует об увеличении уверенности инвесторов в скором (в сентябре) повышении ключевой ставки ФРС (в ответ на соответствующее высказывание голосующего члена FOMC), несмотря на то, что состояние промышленного сектора остается слабым (в июне значение индекса PMI снизилось). Российский рынок евробондов продемонстрировал рост котировок (на 70-80 б.п. по длинным Russia 42, 43) благодаря повышению цен на нефть.

Валютный и денежный рынок

Ставки МБК неожиданно подросли на фоне сокращения лимитов недельного РЕПО перед налогами

Вчера ЦБ внезапно снизил лимиты на аукционе недельного РЕПО с 1,7 трлн руб. до 1,57 трлн руб. (расчеты пройдут сегодня). Мы, как и многие участники рынка, ожидали, что в преддверии крупных налоговых платежей и связанного с этим оттока средств ЦБ расширит лимиты на 200-300 млрд руб. В пользу этого предположения говорило отсутствие видимых серьезных источников встречного притока рублевой ликвидности: Казначейство сократило предложение на депозитных аукционах, а вливания через покупки валюты ЦБ не столь велики, чтобы компенсировать налоги. Неудивительно, что на недельном аукционе РЕПО с ЦБ возник серьезный переспрос, а ставка отсечения составила 12,0%, на 50 б.п. превысив ключевую ставку ЦБ (11,5%). Такое решение ЦБ стало неожиданным, но очевидно, что оно не направлено на увеличение дефицита рублевой ликвидности, хотя некоторые участники рынка ошибочно воспринимают подобные действия ЦБ как сдерживание спекулятивных операций и т.п. Мы отмечаем, что если ЦБ принял решение о стерилизации рублевой ликвидности, это означает, что регулятор видит угрозу формирования временного излишка рублевых средств, даже когда источники таких поступлений для рынка не очевидны. Так, снижение лимита по РЕПО сейчас, скорее всего, связано с накопившимся большим объемом средств банков на к/с в ЦБ (1,5 трлн руб.). Вполне возможно, что ЦБ прогнозирует и продолжение притока средств от расходов бюджета. По нашим оценкам, в случае необходимости банки могут использовать до 500 млрд руб. из этих средств. Их достаточно, чтобы компенсировать 130 млрд руб. оттока из-за снижения лимитов РЕПО и еще 200-300 млрд руб. оттока в связи с налоговыми платежами 24-25 июня. Других крупных погашений на этой неделе не ожидается. Однако существует риск, что большой объем "лишних" рублей на корсчетах сконцентрирован у небольшого круга банков, что осложняет циркуляцию ликвидности на денежном рынке и может вызвать временный рост ставок МБК. Поэтому сокращение лимитов РЕПО ЦБ существенно повышает вероятность роста краткосрочных ставок до 12,5% в четверг-пятницу.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: интерес представляют лишь среднесрочные выпуски

На сегодняшних аукционах Минфин предложит 5-летние ОФЗ 26214 (УТМ 10,94%) и 8-летние ОФЗ 26215 (УТМ 10,98%) с фиксированной ставкой купона в объеме 10 млрд руб. и 7,49 млрд руб., соответствующим неразмещенному остатку, запланированному к размещению во 2 кв. (если этот объем будет реализован, то план будет выполнен). В условиях ослабления рубля за прошедшую неделю доходности длинных ОФЗ продемонстрировали рост (на 13 б.п. до УТМ 10,8% по длинному выпуску 26207), при этом, как мы и ожидали, спред между выпусками 26207 и 25080 принял положительное значение. В то же время суверенная кривая остается выпуклой (доходности среднесрочных бумаг превышают доходности длинных и коротких выпусков), как следствие, некоторый интерес может представлять покупка 5-летних ОФЗ с продажей длинных бумаг.

Рынок корпоративных облигаций

ГПБ: убыток из-за высоких отчислений в резервы. См. стр. 2

Мечел: девальвация в помощь. См. стр. 4

ГПБ: убыток из-за высоких отчислений в резервы

Положительная
переоценка
позволила
сократить убыток

Газпромбанк (BB+/Ba2/BB+) представил слабые финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2015 г.: сократить чистый убыток (с 22,9 млрд руб. в 4 кв. 2014 г. до 4,3 млрд руб.) удалось исключительно благодаря 1) положительной переоценке портфеля долговых ценных бумаг (+6,2 млрд руб. против убытка 4,9 млрд руб. в 4 кв.), что стало следствием снижения ключевой ставки ЦБ, и 2) переоценке инвестиций в компанию Petrozamor S.A. (11,4 млрд руб.). В то же время отчисления в резервы почти удвоились кв./кв., составив 32 млрд руб. против 15,7 млрд руб. в 4 кв. Позитивным моментом стало лишь умеренное снижение чистой процентной маржи (на 0,8 п.п. до 2,2%), несмотря на то, что стоимость фондирования в абсолютном выражении увеличилась на 35% кв./кв. и в относительном - на 1,5 п.п. до 7,2%. По словам менеджмента, часть кредитного портфеля имеет квази-плавающую процентную ставку, то есть фиксированная ставка по кредиту может быть пересмотрена по усмотрению банка в случае изменения ключевой ставки ЦБ. Это позволило банку в 1 кв. существенно повысить среднюю доходность активов на 1 п.п. до 10,3% годовых.

Ожидаются
дополнительные
вливания в капитал

Достаточность капитала 1-го уровня по МСФО снизилась на 20 б.п. до 7,5% вследствие повышения рыночного риска. По РСБУ этот показатель (Н1.2) также сократился на 24 б.п. до 7,99%. В 2015-2016 гг. для банка доступны следующие источники пополнения капитала: 1) АСВ через ОФЗ предоставит в капитал 1-го уровня 125,7 млрд руб. (это увеличит его на треть); 2) ФНБ может выдать до 100 млрд руб. в капитал 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	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Активы	4 722,3	4 768,5	-1%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 221,2	3 177,4	+1%
розничные	318,7	330,4	-4%
корпоративные	2 902,5	2 847,0	+2%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,3%	1,1%	+0,2 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	2 948,2	2 867,5	+3%
Собственный капитал	439,7	439,0	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 2)	10,4%	10,7%	-0,3 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	19,8	25,3	-22%
Чистый комиссионный доход	4,0	6,3	-36%
Чистый убыток	-4,3	-22,9	-5,3х
Чистая процентная маржа	2,2%	3,0%	-0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Низкая кредитная
активность

В 1 кв. 2015 г. общий кредитный портфель банка вырос всего на 1,4% до 3,22 трлн руб., при этом рублевое кредитование сократилось на 3,4% до 1,68 трлн руб., также сократился и объем долларовых кредитов (на 5,9% до 22,2 млрд долл.). Объем кредитования ОАО Газпром и его дочерних компаний почти не изменился, составив 69 млрд руб.

Розничное кредитование (в основном представлено рублевыми кредитами) уменьшилось на 3,6% кв./кв. до 319 млрд руб. главным образом за счет потребительских кредитов (-6,2%), что, скорее всего, является следствием ухудшения их качества, наблюдающегося в целом по системе.

Улучшения качества
кредитного
портфеля не
произошло

Как мы и предполагали, улучшения качества кредитов в 1 кв. не произошло: показатель NPL 90+ по-прежнему растет темпами, опережающими кредитование (на 10,5% против 1,4%). Также продолжилось увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+12% до 435,3 млрд руб.), что не свидетельствует в пользу улучшения качества портфеля. Источниками кредитного риска остаются задолженность Мечела и займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине (по данным менеджмента, размер риска составляет 4,1 млрд долл.). Мы по-прежнему полагаем, что более чем 4-кратное покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным.

**Низкий риск
рефинансирования**

Менеджмент ожидает, что по итогам 2015 г. стоимость риска не превысит уровень прошлого года (1,8%).

Заметных изменений в структуре обязательств не произошло: с рублевых счетов клиентов в 1 кв. ушло 16 млрд руб., на долларовые счета пришло 0,8 млрд долл., при этом задолженность перед Газпромом и его дочерними компаниями увеличилась на 60 млрд руб. до 776 млрд руб. Приток в конце прошлого года средств от Газпрома и низкие инвестиции в кредитование позволили сократить задолженность перед ЦБ на 99 млрд руб. до 223,7 млрд руб. (5,2% от обязательств).

Из общего доступного лимита рефинансирования ЦБ РФ в объеме 634 млрд руб. ГПБ использовал лишь треть, что говорит о низком риске рефинансирования предстоящих в 2015 г. погашений долговых ценных бумаг на сумму 178 млрд руб.

Суборд GPBRU 23 номиналом 750 млн долл. с условием loss-absorption котируется на уровне 86% от номинала, что транслируется в YTC 12,6% @ 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. Как следствие, для эмитента представляет интерес покупка собственных бумаг на вторичном рынке, если, конечно, имеется некоторый запас капитала. Однако в среднесрочной перспективе капитал продолжит оставаться под давлением (экономический спад способствует реализации кредитных рисков).

Наша рекомендация от 22 апреля покупать рублевые евробонды GPBRU 16 оправдалась: их доходность снизилась на 160 б.п. до YTM 12,6%, и сейчас они выглядят справедливо оцененными.

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

Мечел: девальвация в помощь

Улучшения по-прежнему за счет девальвации

Долговая нагрузка все еще высока, проценты по кредитам превышают EBITDA

Мечел (-/-/-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2015 г., поддержку которым по-прежнему оказала девальвация рубля: снижение себестоимости и прочих расходов опережающими выручку темпами (т.к. только 60% выручки в рублях) привело к росту рентабельности по EBITDA до 19% в 1 кв. против 15,9% в 4 кв. 2014 г.

Также за счет разных курсов на конец отчетных периодов технически снизился размер долга на 3% до 6,9 млрд долл. Долговая нагрузка по-прежнему остается высокой - 8,2х Чистый долг/EBITDA. Размер процентных платежей (256 млн долл., из них 140 млн долл. - непосредственно проценты, 115 млн долл. - штрафы и пени, компания надеется на их списание или реструктуризацию) превышает генерируемую компанией операционную прибыль (EBITDA=211 млн долл.). Кроме того, во время телеконференции менеджментом было озвучено, что на конец 1 кв. накопленная сумма просроченных процентных платежей (входят в статью баланса "Начисленные расходы и прочие краткосрочные обязательства") составляет 300 млн долл., еще 138 млн долл. - штрафы и пени за просроченные платежи, которые компания надеется частично реструктурировать, а в случае штрафов - списать.

Компания сообщила, что достигла договоренности о реструктуризации долга с Газпромбанком и ВТБ (идет работа над новой кредитной документацией, конкретные условия компания не раскрывает в силу договора о конфиденциальности), в то же время со Сбербанком достичь компромисса пока не удалось.

Ключевые финансовые показатели Мечела

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	1 113	1 384	-20%	1 113	1 695	-34%
EBITDA	211	220	-4%	211	86	+2,5x
Рентабельность по EBITDA	19,0%	15,9%	+3,1 п.п.	19,0%	5,1%	+13,9 п.п.
Чистый убыток	-273	-3 113	-11,4x	-273	-585	-53%
Операционный поток	111	45	+2,5x	111	158	-30%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-49	-36	+36%	-49	-151	-3,1x
Капвложения	34	22	+54%	34	137	-4,0x
Финансовый поток	-68	-21	+3,2x	-68	-217	-3,2x
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015			31 дек. 2014		
Совокупный долг, в т.ч.	6 885			7 119		
Краткосрочный долг	6 724			6 950		
Долгосрочный долг	161			169		
Чистый долг	6 822			7 048		
Чистый долг/EBITDA LTM*	8,2x			10,0x		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение выручки и в добывающем и металлургическом сегментах

Сокращение выручки на 19% кв./кв. произошло как в добывающем сегменте, так и металлургическом.

В добывающем сегменте из-за слабой рыночной конъюнктуры наблюдалось падение объемов реализации концентрата коксующегося угля (-14% кв./кв.), главным образом экспортных продаж, и компании пришлось часть объемов перенаправить на внутренний рынок. Однако это было компенсировано ростом продаж PCI углей в Китай (+5% кв./кв.), а также железорудного концентрата на азиатские рынки (+15% кв./кв.). В результате доля экспортных продаж добывающего сегмента осталась на том же уровне кв./кв. При этом цены реализации не оказывали поддержки: на железную руду (при росте продаж) они упали на 21% кв./кв., а на коксующийся уголь (при сокращении продаж) и на антрацит и PCI угли цены повысились на 7% кв./кв. Кроме того, негативный эффект, хоть и в меньшей мере, оказало продолжившееся в 1 кв. ослабление рубля.

В металлургическом сегменте, поскольку реализация осуществляется преимущественно (64%) на внутреннем рынке в рублях, выручка оказалась под давлением девальвации национальной

валюты.

Рентабельность росла за счет девальвации рубля

В то же время в результате обесценения рубля рентабельность металлургического сегмента выросла за 1 кв. с 15,4% до 16,5%, рентабельность добывающего сегмента повысилась еще сильнее - с 14,8% до 21,6%. Так, себестоимость в Южном Кузбассе и на Якутугле повысилась в рублях, однако в долларовом выражении сократилась на 7% и 18% кв./кв., соответственно. На Коршуновском ГОКе производственные издержки упали на 37% кв./кв. в результате девальвации рубля и роста объемов продаж.

Высвобождение средств из оборотного капитала поддержало операционный поток

Чистый операционный денежный поток в 1 кв. вырос в 2,5 раза кв./кв. до 111 млн долл. за счет высвобождения из оборотного капитала 124 млн долл. против всего 10 млн долл. 4 кв. (соответственно, только средства из оборотного капитала удержали операционный поток в области положительных значений, поскольку проценты по долгу "съедают" всю операционную прибыль). Капвложения в 1 кв. составили 34 млн долл., что согласуется с планами компании по капзатратам на 2015 г. на уровне 150 млн долл. (40-45 млн долл. - затраты на поддержание существующих мощностей, 100-110 млн долл. - на завершение инвестпроектов).

Ожидаем, что результаты 2 кв. будут хуже, чем в 1 кв.

Очевидно, что укрепление рубля на 16% во 2 кв. 2015 г., а также неблагоприятная ценовая конъюнктура снизят операционную прибыль и рентабельность Мечела. При этом сама компания ожидает результаты в целом на уровне 1 кв. В частности, отмечается, что в металлургическом сегменте Мечел смог реализовать даже больше строительного сортамента, чем в 1 кв., несмотря на общую тенденцию ухудшения в этой отрасли. В добывающем сегменте цены на коксующийся уголь на внутреннем рынке росли в среднем на 11% кв./кв. (укрепление рубля дополнительно поддержит выручку от реализации), при этом экспортные цены снизились в среднем на 4-8% кв./кв., что, по нашим оценкам, нивелирует рост внутренних цен. В 3 кв. компания не ожидает роста цен (также прогнозирует некоторую коррекцию цен на внутреннем рынке), а положительная динамика может наметиться только к концу года.

В сентябре этого года предстоит оферта по Мечел, 13-14 общим номиналом 10 млрд руб. Котировки находятся на уровне 70-75% от номинала, что говорит о предполагаемой инвесторами высокой вероятности реструктуризации облигаций. Риск представляет отсутствие договоренности со Сбербанком о реструктуризации кредитов.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

ЦБ включает антикризисные механизмы



#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	ФК Открытие	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.