



26 марта 2015 г.

Мировые рынки

Низкие процентные ставки в США - надолго?

Продолжающееся снижение доллара (против основных мировых валют, судя по индексу DXY) и низкие доходности UST (вчера был небольшой отскок до YTM 1,91% после снижения на >10 б.п. с последнего заседания FOMC) свидетельствуют о том, что инвесторы не верят в скорый рост ставок в США, несмотря на вероятное повышение ключевой ставки в этом году. Действительно, в условиях избытка ликвидности (за счет триллионных вливаний ФРС в период действия программ QE) ключевая ставка влияет на стоимость денег лишь через инструмент абсорбирования ликвидности из системы (посредством операций обратного РЕПО, которые составляют ~300 млрд долл., что является незначительным объемом в масштабах банковской системы США). Таким образом, если ФРС повысит ставку (на умеренные 25-50 б.п.), стоимость "длинных" долларов может остаться низкой, пока ФРС не начнет сокращать свой баланс за счет продажи выкупленных ранее активов обратно в рынок, но это маловероятно, учитывая высокую значимость финансового рынка для FOMC.

Рост цен на нефть способствует переоценке премии за риск РФ

Евробонды РФ вчера выглядели заметно лучше долговых рынков GEM, на которых недавно начавшееся ралли уже сходит на нет. Длинный выпуск Russia 42 подорожал на 4 п.п. до 97,4% от номинала, при этом премия к бондам Бразилии сузилась на 30 б.п. до 25 б.п. в терминах G-спредов. Также заметное снижение премии за российский риск наблюдается и на рынке CDS (с середины месяца 5-летний своп снизился на 100 б.п. до 407 б.п.). Корпоративные выпуски не отстали от суверенных: доходность рекомендуемых нами к покупке бондов Роснефти снизилась на 25-35 б.п. (существенная премия еще сохраняется), AFKSRU 19 - до YTM 9,4%, но избыточная премия остается (~100 б.п.) к кривой Евраза. Такая переоценка российского риска обусловлена улучшением геополитического фона (инвесторы не верят в новые санкции) и позитивной динамикой нефти. Котировки Brent вчера выросли на 2,5 долл. до 59 долл./барр. в ответ на нанесение авиаударов Саудовской Аравией по йеменским повстанцам.

Экономика

Инфляционная динамика не создает серьезных преград для продолжения снижения ключевой ставки ЦБ

Инфляция в период 17-23 марта осталась на уровне 0,2% н./н. и 16,7% г./г. Какое-либо заметное улучшение пока выражается в существенном падении цен на плодоовощную продукцию (-0,9%), что должно оказывать значительное влияние на снижение инфляции м./м. Но эта тенденция еще не закрепились. В остальных продуктовых категориях наблюдается смешанная динамика: падение цен на одни продукты компенсирует удорожание других. Но нужно признать, что улучшение демонстрируют около половины из доступных в недельном отчете продуктовых позиций (23 без плодоовощной), включая значимые по весу в индексе молоко, муку и хлебобулочные изделия, сахар. На этом фоне неудивительно, что инфляция в марте м./м. будет значительно ниже февральских значений (предварительная статистика Росстата предполагает ее на уровне ~1% против 2,2% в феврале). Но мы опасаемся, что итоговый показатель будет несколько выше. Недельный отчет Росстата не учитывает данные о ценах на большинство непродовольственных товаров и услуг, а именно по ним мы ожидаем сохранения высоких темпов роста цен. О прохождении пика инфляции г./г., на наш взгляд, судить преждевременно, т.к. даже в предположении ее замедления м./м. (по мере ослабления эффекта переноса девальвации на цены) во 2 кв. еще возможно ее превышение 17% г./г. Тем не менее, даже такой сценарий, по нашему мнению, не создает угрозы для продолжения цикла снижения ставок со стороны ЦБ (на заседании 30 апреля на 100 б.п.).

Рынок ОФЗ

Аукционы Минфина встретили ажиотажный спрос

Укрепление рубля и в целом позитивная конъюнктура на рынках развивающихся стран вчера обусловила ажиотажный спрос на ОФЗ как с плавающей, так и фиксированной ставкой купонов. Ждем дальнейшего увеличения наклона кривой ОФЗ (рекомендуем продавать ОФЗ 26207 и покупать ОФЗ 25080, 25081, 26204). Также ожидаем нормализацию кривых IRS и NDF, которые в отличие от ОФЗ все еще сохраняют инверсию (170-200 б.п.). Мы сохраняем свою рекомендацию покупать ОФЗ 24018, 29011, 29006. См. стр. 2.

Рынок корпоративных облигаций

Совкомфлот: снижение результатов из-за окончания проекта. См. стр. 3

РусГидро: рост стоимости долга не угрожает кредитному качеству. См. стр. 4

Аукционы Минфина встретили ажиотажный спрос

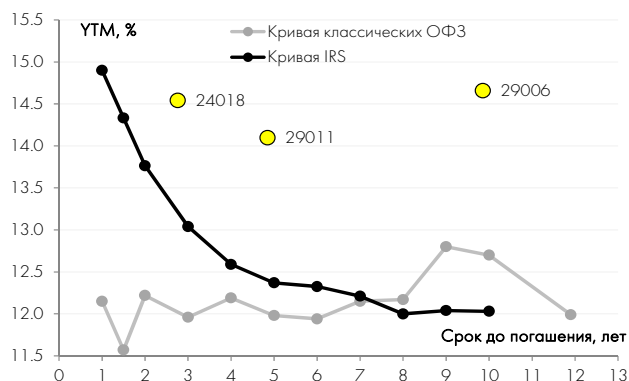
Сильное укрепление рубля и в целом позитивная конъюнктура на рынках развивающихся стран вчера обусловили ажиотажный спрос на ОФЗ как с плавающей, так и фиксированной ставкой купонов.

Объем заявок на покупку бумаг 8,5-летнего выпуска ОФЗ 26215, которые были предложены в объеме 10 млрд руб., составил 55 млрд руб. Доходность по цене отсечения, определенная на уровне YTM 12,38%, оказалась на 25 б.п. ниже, чем на открытии.

В целом вчера ралли наблюдалось по всей длине суверенной кривой, что привело к параллельному сдвигу доходностей на 50 б.п.: так, длинные ОФЗ 26207 и краткосрочные ОФЗ 26204 опустились до YTM 12,05%. Ралли на рынке ОФЗ выглядит так, как будто в самое ближайшее время ЦБ агрессивно снизит ключевую ставку до 11% год., полностью проигнорировав инфляционные риски (по последним данным, инфляция составляет 16,7% г./г.). Мы рекомендуем открывать спекулятивные короткие позиции в ОФЗ и ожидаем дальнейшего увеличения наклона кривой ОФЗ (рекомендуем продавать ОФЗ 26207 и покупать ОФЗ 25080, 25081, 26204). Также мы ожидаем нормализацию кривых IRS и NDF, которые в отличие от ОФЗ все еще сохраняют инверсию (в размере 170-200 б.п.).

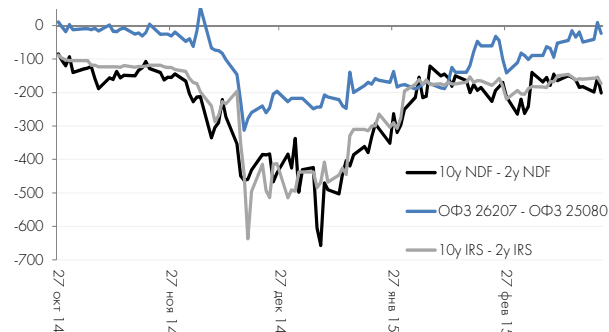
Спрос на 3-летний выпуск ОФЗ 24018 с плавающей ставкой купона, предложенный в объеме 6,2 млрд руб., составил 29 млрд руб., но в отличие от размещения ОФЗ 26215, столь высокий спрос не транслировался в рост котировок: отсечение заявок произошло по цене 95,3% от номинала, что близко к уровням открытия. На вторичных торгах после аукциона цена выросла до 95,7% (98,5% - наша справедливая оценка, исходя из 3-летних IRS около 13% годовых). Также сильный ценовой рост наблюдался в 10-летних ОФЗ 29006 (на 2 п.п. до 90% от номинала), фиксированная доходность которых соответствует YTM 14,6% и премии в 250 б.п. к кривой классических ОФЗ. Мы сохраняем свою рекомендацию покупать ОФЗ 24018, 29011, 29006.

Плавающие ОФЗ имеют высокую премию к суверенной кривой



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Кривые IRS, NDF сохраняют инверсию в отличие от ОФЗ



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

Совкомфлот: снижение результатов из-за окончания проекта

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-) опубликовал результаты за 4 кв. 2014 г. Валовая выручка сократилась на 14,6% кв./кв. до 328 млн долл., доходы в тайм-чартерном эквиваленте (ТЧЭ) снизились на 18,5% кв./кв. до 248,4 млн долл., EBITDA - на 20,6%, рентабельность по EBITDA сократилась до 38,7% с 41,6% кварталом ранее.

Без учета крупного проекта в 3 кв., выручка в ТЧЭ выросла на 4%...

Такое снижение показателей кв./кв. обусловлено высокой базой 3 кв. 2014 г., в котором была учтена выручка по комплексному проекту разведки углеводородов в Карском море для Газпрома, относящемуся к сегменту "Другие виды деятельности". Так, выручка в ТЧЭ в этом сегменте в 3 кв. составила 74,8 млн долл. против всего 9 млн долл. в 4 кв. и 20 млн долл. за 1П 2014 г. Без учета данного сегмента выручка в ТЧЭ в 4 кв. выросла на 4,1% кв./кв. до 239 млн долл. (доходы от перевозки нефти: +8,4% кв./кв., нефтепродуктов: -1,9% кв./кв., СПГ и СНГ: +7,1% кв./кв., выручка от обслуживания шельфовых месторождений: +1,4% кв./кв.).

...хотя ставки аренды выросли заметно

Тем не менее, отметим, что в динамике выручки кв./кв. не нашло полностью отражение повышения ставок аренды. Так, по данным Platou, стоимость аренды на 12М танкеров и продуктовозов выросла в среднем соответственно на 24% и 15% кв./кв., и в январе-феврале этого года они продолжили расти (+25% и +10% к 4 кв.).

Долговая нагрузка снизилась с 5,7х до 5,1х Чистый долг/EBITDA

Капвложения в 4 кв. были профинансированы из операционного денежного потока. За 2014 г. в целом капитальные инвестиции помимо операционного потока также финансировались за счет продажи судов. Чистый долг за 4 кв. практически не изменился (-2% до 2,7 млрд долл.), но его отношение к LTM EBITDA снизилось до 5,1х (с 5,7х в 3 кв.). При этом долг к погашению в 2015 г. (404 млн долл.) покрывается накопленными денежными средствами (285 млн долл.) и доступными невыбранными кредитными линиями (477 млн долл.).

Евробонды SCFRU 17 (YTM 9,9%) предлагают одну из самых высоких доходностей среди среднесрочных российских корпоративных выпусков. Мы рекомендуем бумаги к покупке. Также недооцененными выглядят бонды TRUBRU 18 с YTM 12,3%.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Валовая выручка, в т.ч.	328	384	-15%	1 387	1 263	+10%
Выручка в ТЧЭ	248	305	-19%	1 044	873	+20%
EBITDA	127	160	-21%	538	382	+41%
Рентабельность по EBITDA	38,7%	41,6%	-2,9 п.п.	38,8%	30,3%	+8,5 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-25	45	-	84	-39	-
Операционный поток	150	134	+12%	491	435	+13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-27	-230	-8,5х	-369	-291	+27%
Капвложения	42	241	-5,7х	524	388	+35%
Финансовый поток	-130	111	-	-94	-159	-41%
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		
Совокупный долг, в т.ч.	3 019			3 102		
Краткосрочный долг	404			411		
Долгосрочный долг	2 615			2 691		
Чистый долг	2 734			2 794		
Чистый долг/EBITDA LTM *	5,1х			5,7х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ирина Ализаровская
 irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
 +7 495 721 9900 (8674)
Денис Порывай
 denis.poryvay@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9843

РусГидро: рост стоимости долга не угрожает кредитному качеству

Ожидаемо слабые результаты 4 кв. 2014 г. РусГидро (BB/Ba2/BB+) опубликовала отчетность за 2014 г. по МСФО. Результаты 4 кв. оказались в рамках наших ожиданий. Несмотря на более низкие субсидии на Дальнем Востоке, EBITDA РусГидро оказалась практически на уровне нашего прогноза благодаря более высоким по сравнению с нашим прогнозом результатам сегмента ГЭС (за счет более высоких эффективных цен на электроэнергию).

Ключевые финансовые показатели РусГидро

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Общая выручка (включая субсидии)	100 847	94 209	+7%	341 988	326 878	+5%
EBITDA	21 742	26 594	-18%	73 249	79 171	-7%
Рентабельность по EBITDA	21,6%	28,2%	-6,6 п.п.	21,4%	24,2%	-2,8 п.п.
Чистая прибыль	1 062	3 982	-3,7х	24 131	20 993	+15%
Операционный поток	25 815	24 281	+6%	57 926	62 428	-7%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-29 039	6 853	-	-60 433	-51 155	+18%
Капвложения	30 699	23 023	+33%	78 577	61 641	+27%
Финансовый поток	-5 142	-36 217	-7,0х	1 091	-16 706	-
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	177 030			174 657		+1%
Краткосрочный долг	57 843			33 697		+72%
Долгосрочный долг	119 187			140 960		-15%
Чистый долг	142 636			133 182		+7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,95х			1,70х		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Существенное увеличение расходов на персонал – тревожный знак

По итогам года РусГидро увеличила на 8,2% расходы на персонал, что связано как с индексацией заработной платы, так и с единовременными выплатами бонусов за достигнутый результат в рамках программы повышения эффективности. На наш взгляд, рост расходов на персонал является в определенной степени тревожным знаком, учитывая, что планировалось их сокращение в 2014 г. Это создает риски увеличения расходов и в 2015 г., но, учитывая, что в текущем году компания намерена сократить на 20% численность исполнительного аппарата в Москве, мы полагаем, что рост расходов на персонал в итоге должен быть ниже фактической инфляции по итогам 2015 г.

Стоимость долга растет...

Средневзвешенная ставка привлечения долга для РусГидро выросла с 9,13% в 3 кв. 2014 г. до 10,63% по итогам года. При этом общий объем долга остался практически на уровне 3 кв., а объем денежных средств на балансе незначительно увеличился.

Но кредитное качество по-прежнему высокое

РусГидро обладает достаточным запасом денежных средств для выплаты долга в 2015 г., при этом их остаток практически полностью покрывает также и платежи по долгу в 2016 г. Учитывая это, мы полагаем, что краткосрочные риски рефинансирования минимальны. Кроме того, мы считаем, что компания может оптимизировать свою инвестиционную программу, что может позволить высвободить дополнительные средства для обслуживания долга.

Прогноз на 2015 г. ожидается в апреле

Менеджмент пока не предоставил прогнозов по EBITDA и капитальным вложениям на текущий год, отметив, что они, скорее всего, будут раскрыты в ходе Дня инвестора, который компания планирует провести в апреле текущего года.

Рекомендуемые нами к покупке рублевые евробонды HYDRM 15 (YTM 14,6%) за последнюю неделю снизились в доходности на 120 б.п. вслед за ключевой ставкой, но, по нашему мнению, котировки предполагают слишком низкую вероятность дальнейшего снижения ставки. Также из рублевых бумаг дешево выглядят RSHB 16 (YTM 15,4%).

Федор Корначев
 fedor.kornachev@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9851

26 марта 2015 г.

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.