



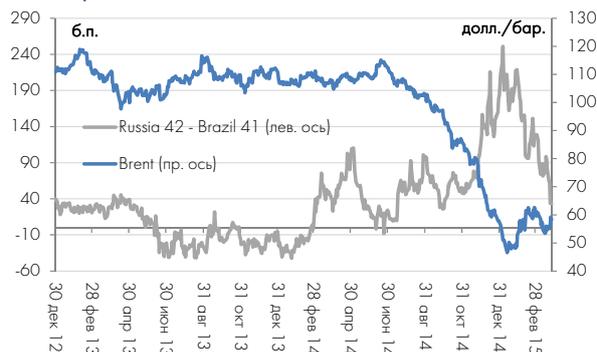
27 марта 2015 г.

Рынок евробондов

Отсутствие инвестиционного рейтинга не помешало бондам РФ восстановить утраченные позиции

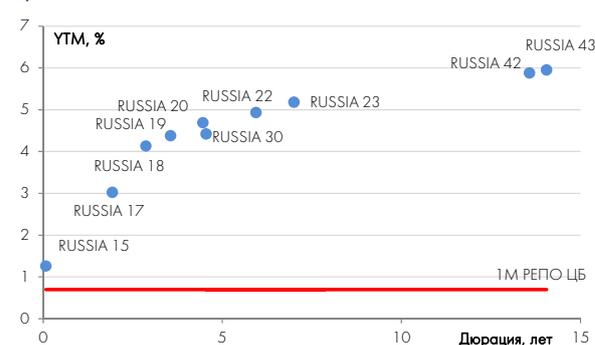
После сильного ценового роста накануне в российских евробондах вчера наблюдалась консолидация, при этом премия длинных бондов Russia 42 к суверенной кривой Бразилии (в отличие от РФ у нее есть два рейтинга в иностранной валюте инвестиционной категории) составила 20-25 б.п. Этот уровень соответствует среднему значению спреда с 2012 г. до начала 2014 гг., когда санкций еще не было, а нефть находилась выше 100 долл./барр. Отсюда следует, что суверенный долг РФ заметно перекуплен в настоящий момент. Причиной этого, на наш взгляд, является высокий спрос со стороны локальных банков, которые могут почти в неограниченном объеме получать дешевое валютное РЕПО от ЦБ (так, на 1 год стоимость составляет всего 1,2% год.). Маржа над стоимостью валюты от ЦБ превышает 200 б.п. даже по относительно краткосрочным суверенным бумагам (Russia 17 с YTM 3%, Russia 18 с YTM 4,1%). С декабря прошлого года задолженность банков перед ЦБ по операциям валютного РЕПО возросла на 23,6 млрд долл. (за исключением рублевых облигаций Роснефти, в основном под залог евробондов), при этом отток валютных средств (со счетов клиентов и МБК) составил лишь 8,5 млрд долл., а валютное кредитование выросло всего на 5,3 млрд долл. Таким образом, у ЦБ банки привлекли существенно больше валюты, чем им это нужно. По-видимому, сейчас этот избыток валюты выливается на российский рынок евробондов (участники верят в то, что валютное рефинансирование ЦБ останется дешевым длительное время). Соответственно, госсредства сейчас идут не только на компенсацию валютного оттока, связанного с погашениями внешнего долга, но и на покупку обращающихся долгов (что создает дополнительную нагрузку на ЗВР).

Бонды РФ восстановили утраченные позиции



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Carry-trade над ставкой валютного РЕПО с ЦБ



Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: неплохой результат в непростых условиях

Опубликованные вчера результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г. произвели на нас умеренно негативное впечатление (хотя в целом результат заметно лучше, чем у ВТБ). На уровне основного бизнеса все выглядит неплохо: чистая процентная маржа снизилась всего на 0,2 п.п. до 5,4%, с запасом покрывая стоимость риска (2,4%). Тем не менее, совокупный доход в 4 кв. составил всего 6,5 млрд руб., против 58,7 млрд руб. в 3 кв. В настоящий момент на рынке рублевых бумаг выпуск SBER 16 с YTM 14,4% (=ОФЗ + 240 б.п.) в отличие от ОФЗ не учитывает в цене вероятное снижение ключевой ставки, также мы рекомендуем покупать рублевый евробонд RSHB 16 (YTM 15,4%). На рынке долларовых еврооблигаций, несмотря на ралли, выпуски Сбербанка все еще несут существенную премию 200-300 б.п. к суверенной кривой. Спросу на бонды способствует возможность получить у ЦБ под их залог дешевое длинное фондирование (на 1 год под 1,2% годовых). См. стр. 2.

Башнефть: смена акционера не ухудшила качество

Результаты компании за 4 кв. 2014 г. по МСФО оцениваем нейтрально. Из-за падения цен на нефть рентабельность по EBITDA сократилась до 10,5%. Чистый убыток составил 2,6 млрд руб. Несмотря на это, Башнефть сгенерировала свободный денежный поток (11,7 млрд руб.), за счет этого чистый долг сократился на 11% до 115 млрд руб., а Чистый Долг/EBITDA - с 1,15х до 1,12х. В связи с планируемым увеличением выплат по дивидендам во 2П 2015 г. стоит ожидать увеличения долговой нагрузки. Рублевые облигации Башнефти имеют низкую ликвидность, котировки выпусков Башнефть-1,2,3 находятся в пределах YTM 14-15% @ декабрь 2016 г., что в целом соответствует бумагам качественных квазисуверенных эмитентов. Лучшей им альтернативой мы считаем рублевые евробонды SBER 16 (YTM 14,1%), RSHB 16 (YTM 15,1%). Также потенциал для ценового роста присутствует в бумагах АФК Система (краткосрочные рублевые выпуски с YTW 16%). См. стр. 4.

Сбербанк: неплохой результат в непростых условиях

Процентная маржа заметно выше стоимости риска....

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 4 кв. 2014 г. произвели на нас умеренно негативное впечатление (хотя в целом результат заметно лучше, чем у ВТБ). На уровне основного бизнеса все выглядит неплохо: чистая процентная маржа снизилась всего на 0,2 п.п. до 5,4% (в том числе по причине накопленной ликвидности), с запасом покрывая стоимость риска (2,4%). По данным менеджмента, основными факторами повышенной стоимости риска (выше нормального уровня 1,1 п.п.) являются украинский риск (30 б.п.), Мечел (30 б.п.), Мостовик (10 б.п.), досоздание резервов по валютным кредитам из-за девальвации рубля (50 б.п.). По нашему мнению, основной эффект от резкого повышения ключевой ставки (удорожание фондирования) проявится в результатах за 1 кв. 2015 г.

... однако отрицательная переоценка ценных бумаг "съела" почти всю прибыль

Тем не менее, совокупный доход (который учитывает убыток в размере 153 млрд руб. от переоценки инвестиционных ценных бумаг, имеющихся в наличии для продажи, с объемом на балансе 1,64 трлн руб.) в 4 кв. составил всего 6,5 млрд руб. против 58,7 млрд руб. в 3 кв. Операции с финансовыми активами, подверженными рыночному риску (торговые ценные бумаги, валютные операции, производные инструменты), принесли чистый убыток 15,4 млрд руб., что стало следствием резкого ослабления рубля (к доллару на 43%) и повышения ключевой ставки. Кстати говоря, в 4 кв. Сбербанк существенно нарастил позицию в производных финансовых инструментах (на 400 млрд руб., возможно, для привлечения валюты на междилерском рынке). Негативное влияние на результат оказали сезонно более высокие расходы на персонал (89,9 млрд руб. против 75,1 млрд руб. в 3 кв.).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	25 200,8	20 678,9	+22%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	18 626,1	15 865,0	+17%
розничные	4 847,3	4 472,0	+8%
корпоративные	13 778,8	11 393,0	+21%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,2%	3,5%	-0,3 п.п.
Депозиты клиентов	11 828,1	9 843,9	+20%
Текущие счета клиентов	3 705,9	3 364,6	+10%
Собственный капитал	2 020,1	2 013,8	0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,1%	14,0%	-1,9 п.п.
ROE	14,8%	16,6%	-1,8 п.п.
ROA	1,4%	1,7%	-0,3 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	274,6	255,2	+8%
Чистый комиссионный доход	90,0	69,6	+29%
Операционные доходы	234,1	228,3	+2%
Чистая прибыль	49,0	70,9	-31%
Чистая процентная маржа	5,4%	5,6%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Заметный прирост кредитования обеспечила не только переоценка

Кредитный портфель в 4 кв. продемонстрировал сильный рост (+17,4% до 18,63 трлн руб.) не только за счет переоценки валютных кредитов (при этом их объем не сильно изменился, составив 71,4 млрд долл. и 13,7 млрд евро), но и за счет прироста рублевого кредитования (+8,3% кв./кв. до 11,44 трлн руб.). Спрос на рублевые кредиты, скорее всего, был предъявлен корпоративными клиентами, использовавшими эти средства для погашения внешнего валютного долга. Также существенный вклад в рост кредитования внесла ипотека (+13% кв./кв. до 2,27 трлн руб.) и кредитные карты (+13,8 кв./кв. до 538,8 млрд руб.), что, по-видимому, является следствием ажиотажного спроса населения на недвижимость и импортные товары длительного пользования для защиты от девальвации рубля. В этом году менеджмент не ожидает высоких темпов роста корпоративных кредитов (более чем на 10%) из-за отсутствия спроса со стороны высококачественных заемщиков.

Без признаков существенного ухудшения качества кредитов

Показатель NPL 90+ в сумме с кредитами, списанными в течение 4 кв. (объем списаний почти утроился, составив 70,2 млрд руб.), вырос с 549 млрд руб. до 670 млрд руб., практически не изменившись в отношении к портфелю (3,6%). Продолжился рост корпоративных кредитов на ранней стадии просрочки (показатель NPL 1-90 дней увеличился на 30% до 322 млрд руб.), а также корпоративных кредитов, условия по которым были пересмотрены (на 30% до 2,3 трлн руб.), темпами, опережающими прирост кредитного портфеля. Это свидетельствует о сохранении негативных тенденций в качестве корпоративного портфеля (резерв по кредитам Мечела создан в размере 60% по МСФО, тогда как по РСБУ - 100%). Снижение объема NPL 1-90 дней по розничным кредитам является признаком стабилизации качества сегмента. В этой связи резерв на уровне 1,4x NPL 90+ не выглядит избыточным.

Капитализация сильно пострадала от девальвации

Низкая прибыльность (от совокупного дохода) и сильный рост RWA (на 21% из-за переоценки валютных активов) привели к снижению капитализации банка (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 на основе МСФО опустилась на 1,5 п.п. до 8,6%). Отметим, что показатель Н1.2 (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3 по РСБУ) находится на комфортном уровне 8,34% на 1 марта 2015 г. Дополнительную поддержку капиталу окажет планируемая конвертация субординированного депозита от ЦБ в объеме 500 млрд руб. в капитал 1-го уровня (это увеличит Н1.2 на 1-2 п.п.). Также у банка есть возможность получить субординированный депозит от государства в обмен на ОФЗ.

Сезонно высокого притока рублевой ликвидности не произошло

В 4 кв. с рублевых счетов физлиц наблюдался отток средств в размере 134 млрд руб. (отметим, что обычно в конце года происходит их сильный приток), в то же время поступления валютных средств оказалось высоким - ~5 млрд долл. Корпоративные клиенты, напротив, увеличили остатки как на рублевых, так и валютных счетах, что связано с бюджетными расходами и аккумулированием средств для предстоящих выплат по внешнему долгу. Образовавшийся дефицит рублевой ликвидности (в кредитование ушло 882 млрд руб., а на счета клиентов пришло всего 231 млрд руб.) был покрыт за счет рефинансирования от ЦБ (задолженность перед ним увеличилась на 1,06 трлн руб. до 3,03 трлн руб.).

Степень утилизации залога сильно возросла - более 70% по ОФЗ

В 4 кв. 2014 г. портфель ценных бумаг (из которых 73% - инвестиционный портфель) увеличился на 38,5 млрд руб. до 2,23 трлн руб., при этом 52% ценных бумаг было заложено в РЕПО. Степень утилизации заметно возросла, так, по ОФЗ она составила 72%, при этом позиция в ОФЗ сократилась на 116 млрд руб. до 808 млрд руб. Более благоприятная конъюнктура рынка в 1 кв. позволяет надеяться на существенную положительную переоценку портфеля ценных бумаг.

Долговые бумаги эмитента дешевы в сравнении со стоимостью рефинансирования ЦБ

В настоящий момент на рынке рублевых бумаг выпуск SBER 16 с YTM 14,4% (=ОФЗ + 240 б.п.) в отличие от ОФЗ не учитывает в цене вероятное снижение ключевой ставки, также мы рекомендуем покупать рублевый евробонд RSHB 16 (YTM 15,4%). На рынке долларовых еврооблигаций, несмотря на ралли, выпуски Сбербанка все еще несут существенную премию 200-300 б.п. к суверенной кривой. Спросу на бонды способствует возможность получать у ЦБ под их залог дешевое длинное фондирование (на 1 год под 1,2% годовых).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Башнефть: смена акционера не ухудшила качество

Башнефть снизила чистый долг на 11% кв./кв.

Вчера Башнефть (-/Ва2/ВВ), уже в качестве госкомпании, опубликовала в целом нейтральные финансовые результаты по итогам 4 кв. 2014 г. по МСФО. Из-за падения цен на нефть на мировых рынках рентабельность по EBITDA сократилась до 10,5%, а сам показатель снизился на 43% кв./кв. Чистый убыток составил 2,6 млрд руб. по сравнению с 15,8 млрд руб. прибылью кварталом ранее. На чистую прибыль негативное влияние оказал неденежный убыток от обесценения активов в размере 13 млрд руб. Но, несмотря на резкое сокращение рентабельности, Башнефть сгенерировала свободный денежный поток в размере 11,7 млрд руб. За счет этого чистый долг сократился на 11% до 115 млрд руб., а долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/EBITDA - с 1,15x до 1,12x. На телеконференции менеджмент подтвердил планы по росту добычи до 19 млн тонн (+7% г./г.) при капитальных вложениях в 56 млрд руб. (+16% г./г.). Сюрпризом стало увеличение дивидендов до 46% от чистой прибыли (или 20 млрд руб.), ранее компания планировала направить на дивиденды не более 30% чистой прибыли. В связи с этим во 2П 2015 г. стоит ожидать увеличения долговой нагрузки компании. Но в целом мы считаем, что компания находится в устойчивом финансовом положении и способна самостоятельно финансировать как дивидендные выплаты, так и инвестиционную программу 2015 г.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	164 566	162 861	+1%	637 271	563 296	+13%
EBITDA	17 236	30 298	-43%	102 529	103 972	-1%
Рентабельность по EBITDA	10,5%	18,6%	-8,1 п.п.	16,1%	18,5%	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	-2 584	15 793	-	43 021	46 399	-7%
Чистая рентабельность	-1,6%	9,7%	-11,3 п.п.	6,8%	8,2%	-1,4 п.п.
Операционный поток	28 362	30 575	-7%	106 059	82 693	+28%
Капвложения	-16 701	-12 832	+30%	-48 344	-30 441	+59%
Свободный поток	11 661	17 743	-34%	57 715	52 252	+10%

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сен. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	167 785	166 436	+1%
Краткосрочный долг	28 553	27 227	+5%
Долгосрочный долг	139 232	139 209	-
Чистый долг	114 967	128 816	-11%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,12x	1,15x	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: Башнефть, оценки Райффайзенбанка

Башнефть выполняет поставленные планы по добыче

В 4 кв. 2014 г. Башнефть увеличила добычу нефти на 2,8% кв./кв. опять за счет повышения показателей на месторождениях им. Требса и Титова (+21% кв./кв.) и Бурнефтегаза (+20% кв./кв.). Объем переработки сократился на 3% кв./кв., что связано с сезонным снижением спроса на нефтепродукты. В целом по итогам 2014 г. объемы добычи совпали с планами компании и составили 17,81 млн тонн (+11% г./г.). В 2015 г. компания намерена увеличить добычу до 19 млн тонн (+7% г./г.). В будущем драйверами роста останутся месторождения им. Требса и Титова и Бурнефтегаза. Пиковый уровень добычи на месторождениях им. Требса и Титова ожидается к 2020 г. на уровне 4,8 млн тонн. По нашим оценкам, добыча Бурнефтегаза может увеличиться в несколько раз и превысить 2 млн тонн к 2020 г.

Рентабельность будет восстанавливаться

В 4 кв. рентабельность по EBITDA упала с 18,6% до 10,5% на фоне сокращения рентабельности экспорта нефти и нефтепродуктов из-за роста экспортных пошлин в рублях. Сам показатель EBITDA упал на 43% до 17,2 млрд руб. Мы ожидаем, что рентабельность компании восстановится после стабилизации нефтяных цен и курса рубля, а также за счет увеличения добычи льготных объемов нефти с новых месторождений (не облагаются НДС).

Высокий свободный денежный поток

В 4 кв. Башнефть продемонстрировала значительный свободный денежный поток в размере 11,7 млрд руб. благодаря сокращению рабочего капитала на 16,2 млрд руб. Капитальные вложения увеличились на 30% до 16,7 млрд руб. В целом за 2014 г. капзатраты составили 48,3 млрд руб. (+60% г./г.). В 2015 г. Башнефть планирует нарастить капитальные вложения на 16% г./г. до 56 млрд руб.: 20 млрд руб. будут направлены на зрелые месторождения, 11 млрд руб. - на новые, 6 млрд руб. - на проекты Бурнефтегаза и 11 млрд руб. - в сегмент переработки. Напомним, ранее, до падения цен на нефть и девальвации рубля, Башнефть планировала капитальные вложения на уровне 8,1 млрд долл. в период 2014-2018 гг.

Рублевые облигации Башнефти имеют низкую ликвидность, котировки выпусков Башнефть-1,2,3 находятся в пределах YTM 14-15% @ декабрь 2016 г., что в целом соответствует бумагам качественных квазисуверенных эмитентов. Лучшей им альтернативой мы считаем рублевые евробонды SBER 16 (YTM 14,1%), RSHB 16 (YTM 15,1%). Также потенциал для ценового роста присутствует в бумагах АФК Система (краткосрочные рублевые выпуски с YTW 16%).

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