



## Мировые рынки

### В США обеспокоены сильным долларом?

Основным событием вчерашнего дня стало появившаяся информация о том, что на саммите G7 Б. Обама заявил о проблеме, которую представляет собой сильная национальная валюта. Хотя позже эта информация была опровергнута, финансовые рынки отреагировали ослаблением доллара к основным валютам (судя по снижению индекса DXY). Напомним, что в последних стенограммах FOMC именно сильный доллар приводится в качестве одной из основных причин негативной динамики промышленного производства. Американские индексы акций потеряли 0,65%, доходность 10-летних UST опустилась на 4 б.п. до УТМ 2,36%. Такая динамика говорит о том, что инвесторы по-прежнему уверены в скором повышении ключевой ставки (укрепление доллара продолжится). Несмотря на некоторое восстановление нефти (до 63,5% долл./барр., Brent), коррекция в суверенных бондах РФ продолжилась (выпуски Russia 42, 43 подешевели еще на 1-1,5 п.п.).

## Валютный и денежный рынок

### Ожидать снижения коротких ставок МБК стоит только после заседания ЦБ 15 июня

Как мы и предполагали, несмотря на приток из бюджета, ставки МБК продолжают оставаться на повышенном уровне: на 50-75 б.п. выше ключевой ставки ЦБ (сейчас 12,5%). Это нехарактерно для двух первых недель нового месяца, когда обычно ставки сильно снижаются. Дело в том, что на прошлой неделе ЦБ резко сократил лимиты недельного РЕПО (на 490 млрд руб. до 1,29 трлн руб.), что оправданно с точки зрения стерилизации будущих вливаний ликвидности - притока бюджетных средств (по итогам недели ~530 млрд руб.) и поступлений от РЕПО с Казначейством (о/п 100 млрд руб.). Но бюджетные средства приходят не сразу и не в полном объеме, 100 млрд руб. от Казначейства востребованы пока лишь 2-мя крупными банками, и некоторые банки предъявляли дополнительный спрос на рублевые средства для наращивания остатков на к/с в ЦБ в преддверии нового периода усреднения (сильно сократились в мае). Хотя ЦБ впоследствии предоставил 260 млрд руб. в рамках "тонкой настройки", и этих средств оказалось недостаточно: банки брали рубли по фиксированному РЕПО и валютным свопам с ЦБ. На этой неделе напряжение на денежном рынке может несколько снизиться, так как с началом нового периода усреднения (10 июня) банки могут сокращать корсчета, но сильного улучшения мы не ждем. ЦБ расширил недельные лимиты РЕПО, по сути, лишь на объем "тонкой настройки" (до 1,58 трлн руб.). Вчерашний аукцион 312-П на 3 мес. должен обеспечить умеренный нетто-приток ликвидности ~140 млрд руб., т.к. фактические погашения окажутся меньше привлеченных банками 668 млрд руб. (в силу досрочного погашения). Валютные операции ЦБ могут дать еще +50 млрд руб. Казначейство РФ продолжает о/п РЕПО по 100 млрд руб. (весь июнь), но на депозитных аукционах дает средства лишь под погашение. Учитывая это, короткие ставки МБК в ближайшей перспективе, скорее всего, продолжат превышать ключевую ставку на ~50 б.п. и более (не за горами налоговый период, с 15 июня), и их снижения стоит ожидать только после заседания ЦБ 15 июня (прогнозируем не менее 100 б.п. сокращения ключевой ставки).

## Рынок ОФЗ

Минфин намерен возобновить ОФЗ с привязкой к инфляции. См. стр. 2

## Рынок корпоративных облигаций

Тинькофф Банк: вышел в красную зону. См. стр. 2

Башнефть: оборотный капитал увел денежный поток в минус. См. стр. 3

### ММК: в ожидании ухудшения конъюнктуры

Финансовые результаты ММК (-/Ba3/BB+) за 1 кв. 2015 г. мы оцениваем положительно. Нехарактерное для начала года пополнение металлотрейдерами запасов из-за постепенного повышения внутренних цен на сталь (до достижения паритета с экспортными ценами), а также наращивание экспортных продаж ММК (с 16% до 23%) обеспечили несезонный рост объемов продаж (+1,1% кв./кв.). При этом сокращение выручки (-12% кв./кв.) было обусловлено снижением мировых цен (-16% кв./кв.). Операционные расходы падали темпами, опережающими сокращение выручки (-22% кв./кв.), благодаря снижению цен на сырье, оптимизации затрат на персонал и девальвации рубля. В итоге показатель EBITDA вырос на 20% кв./кв., рентабельность по EBITDA достигла рекордных для компании 31,1%. Долговая нагрузка снизилась до 1,2x с 1,4x Чистый долг/EBITDA (без учета краткосрочных депозитов). Риски рефинансирования компании незначительны: краткосрочный долг (884 млн долл.) полностью покрывается доступной ликвидностью (накопленные денежные средства - 209 млн долл., краткосрочные депозиты - 319 млн долл., доступные кредитные линии - 864 млн долл.). При этом прогноз компании на 2 кв. 2015 г. неоптимистичен: ожидается снижение объемов продаж из-за слабой конъюнктуры рынка, которая также оказывает давление на цены. Ликвидность в облигациях эмитента практически отсутствует.

## Минфин намерен возобновить ОФЗ с привязкой к инфляции

Первый аукцион по размещению ОФЗ с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции, ведомство планирует провести уже в июле. Отметим, что ОФЗ с доходом, привязанным к инфляции, не являются новыми для локального рынка. Так, в обращении находится выпуск 48001 с непогашенным номиналом 19,3 млрд руб. с погашением в октябре 2018 г. Однако ликвидность в выпуске практически отсутствует, что связано в том числе с методом определения купона: он устанавливается, исходя из прогнозируемого уровня инфляции, учтенного в расчетах к ФЗ о федеральном бюджете на год, на который приходится начало соответствующего купонного периода. Например, ставка купона с ноября 2014 г. по ноябрь 2015 г. установлена на уровне 5% годовых, в то время как за этот период фактическая инфляция окажется заметно выше (по состоянию на май годовая инфляция 15,8%, накопленная с начала года - 8,3%). Как следствие, интерес к новым ОФЗ будет зависеть от того, какая инфляция будет использоваться для расчета купона. По нашему мнению, инфляцию лучше брать фактическую (а не прогнозную), а купоны выплачивать и пересчитывать не реже чем раз в полгода. Основными покупателями таких бумаг естественно станут ГУК и УК, инвестирующие средства НПФ, которые в настоящий момент имеют избыток рублевой ликвидности (по нашим оценкам, он составляет 500 млрд руб.). Интерес других категорий инвесторов ограничивается отсутствием производных финансовых инструментов на инфляцию.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Тинькофф Банк: вышел в красную зону

**Чистая процентная маржа сократилась, а стоимость риска выросла**

Тинькофф Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 1 кв. 2015 г., которую мы оцениваем негативно: качество кредитного портфеля продолжило ухудшаться. Несмотря на стабильный показатель NPL 90+ (13,1 млрд руб., или 14,4% портфеля), в 1 кв. возросли отчисления в резервы: стоимость риска подскочила кв./кв. на 2,7 п.п. до 17,9%. Также негативным моментом является сокращение чистой процентной маржи (с 35,3% в 4 кв. до 28,4%), что отражает общую динамику в банковской системе в 1 кв., вызванную привлечением дорогих депозитов в конце прошлого-начале этого года. В результате доход, полученный от операционной деятельности (чистая процентная маржа за вычетом отчислений в резервы и премии по страхованию), оказался недостаточным для покрытия административных издержек и расходов на приобретение новых клиентов. Чистый убыток в 1 кв. составил 193 млн руб. Отметим, что по РСБУ ситуация выглядит иначе: 1 кв. оказался прибыльным (604 млн руб.), стоимость риска заметно снизилась.

**Запас капитала не выглядит высоким**

Запас капитала над уровнем минимальных требований ЦБ РФ выглядит высоким (показатель Н1.1 составил 9,4% на 1 апреля 2015 г. при допустимых 5,5%), однако он позволит покрыть одновременное появление новых дефолтов в размере не более 14% кредитного портфеля (или 10 млрд руб.), и это событие не представляется маловероятным (для сравнения - размер реструктурированных кредитов составляет 7 млрд руб.). Давление на достаточность капитала (1,5-2 п.п. по оценкам менеджмента) окажет предстоящее ужесточение требований по операционному риску. В случае дальнейшего роста стоимости риска (негативный сценарий) менеджмент банка может урезать переменные издержки, что позволит сократить затраты на ведение операционной деятельности всего на 30% (810 млн руб.).

### Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Активы	114,1	108,8	+5%
Кредиты клиентам до вычета резервов	91,3	93,9	-3%
NPL/Кредитный портфель	14,4%	14,5%	-0,1 п.п.
Депозиты клиентов	55,2	43,4	+27%
Собственный капитал	20,9	21,0	0%
Коэффициент достаточности капитала (Н1)	15,2%	15,5%	-0,3 п.п.

ROE	-3,7%	15,7%	-
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	6,5	7,7	-16%
Чистая прибыль/убыток	-193,0	0,6	-
Чистая процентная маржа	28,4%	35,3%	-6,9 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

#### Темп кредитования остается высоким...

Размер кредитного портфеля снизился на 2,7% (2,57 млрд руб.) в 1 кв. до 91,3 млрд руб., при этом продолжили рост реструктурированные кредиты на 0,5 млрд руб. Такая динамика кредитного портфеля свидетельствует о все еще высоком объеме выдачи новых кредитов (порядка 7,2 млрд руб. в месяц), несмотря на то, что объем выдачи кредитных карт существенно сократился до 79 тыс. (против 259 тыс. в 4 кв.). По-видимому, основной объем приходится на утилизацию ранее одобренных кредитов, что в условиях ухудшающейся экономической ситуации ставит вопрос о качестве таких кредитов.

#### ... несмотря на отсутствие признаков улучшения качества

Как мы и ожидали, качество кредитов не продемонстрировало улучшения: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) уменьшился на 460 млн руб. до 13,13 млрд руб., что стало следствием произведенных списаний в объеме 4,3 млрд руб. (на треть больше чем в 4 кв. 2014 г.). Судя по динамике показателя NPL 1-90 дней (произошло увеличение с 7,45 млрд руб. до 8,4 млрд руб.), есть признаки дальнейшего ухудшения качества кредитов.

#### Избыточный приток депозитов физлиц

В 1 кв. действие повышенных ставок по вкладам привело к сильному притоку средств населения: депозиты увеличились на треть до 40 млрд руб. Этого оказалось больше, чем банк смог направить в кредитование, избыток ликвидности осел в денежных средствах (+6,2 млрд руб.) и ценных бумагах (+7,8 млрд руб.). Для сокращения избыточной ликвидности (и стоимости ее обслуживания) менеджмент банка принял решение с начала июля снизить ставки даже по ранее открытым вкладам с возможностью пополнения.

Доходность бондов АКВНС 18 заметно сократилась (на 8 п.п. до УТМ 12,2%) за последние три месяца, и на текущих уровнях мы не видим потенциала для дальнейшего ценового роста, учитывая достаточность капитала и качество кредитного портфеля у банка.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Башнефть: оборотный капитал увел денежный поток в минус

#### Результаты оцениваем нейтрально

Вчера Башнефть (-/Ba1/BB) опубликовала финансовые результаты по итогам 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. На фоне падения цен на нефть выручка компании сократилась на 13% кв./кв., тем не менее, EBITDA восстановилась до нормальных значений (+55% кв./кв.) после резкого сокращения в 4 кв. 2014 г. Рентабельность по EBITDA выросла с 10,5% до 18,7%. Однако, несмотря на рост операционной прибыли, компании не удалось сгенерировать свободный денежный поток из-за значительного роста оборотного капитала. Отрицательный свободный денежный поток стал причиной увеличения долговой нагрузки (в результате снижения денежных средств на балансе), которая выросла с 1,1x до 1,4x Чистый Долг/EBITDA. На наш взгляд, существенный рост оборотного капитала носит разовый характер, и восстановления свободного денежного потока стоит ожидать по итогам 2 кв. 2015 г.

#### Долговая нагрузка выросла до 1,4x

### Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	142 930	164 566	-13%	142 930	146 668	-3%
EBITDA	26 737	17 236	+55%	26 737	25 475	+5%
Рентабельность по EBITDA	18,7%	10,5%	+8,2 п.п.	18,7%	17,4%	+1,3 п.п.
Чистая прибыль	11 679	-2 584	-	11 679	13 944	-16%

Чистая рентабельность	8,2%	отриц.	-	8,2%	9,5%	-1,3 п.п.
Операционный денежный поток	-2 697	28 362	-	-2 697	5 121	-
Капвложения	12 161	16 701	-27%	12 161	9 053	+34%
Свободный денежный поток	-14 858	11 661	-	-14 858	-3 932	+3,8x
в млн руб., если не указано иное		31 марта 2015		31 дек. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	158 583		167 785		-5%	
Краткосрочный долг	19 337		28 553		-32%	
Долгосрочный долг	139 246		139 232		0%	
Чистый долг	145 328		114 967		+26%	
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,4x		1,1x		-	

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Башнефть понизила планы по выпуску нефтепродуктов

В 1 кв. 2015 г. Башнефть увеличила суточную добычу нефти на 2% кв./кв. вновь благодаря повышению добычи на месторождениях им. Требса и Титова (+21% кв./кв.) и Бурнефтегаза (+11% кв./кв.). Объем переработки сократился на 12% кв./кв., так как компания планирует снизить выпуск нефтепродуктов на 7-10% до 18-18,5 млн т из-за налогового маневра, введенного с 1 января 2015 г. Напомним, в 2015 г. компания собирается увеличить объемы добычи до 19 млн т (+7% г./г.). В будущем драйверами роста все также 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 т. По нашим оценкам, добыча Бурнефтегаза может увеличиться в несколько раз и превысить 2 млн т к 2020 г.

### Операционные расходы упали после роста в 4 кв.

Как мы и полагали, после резкого сокращения рентабельности в 4 кв. 2014 г. Башнефть увеличила рентабельность по ЕБИТДА с 10,5% до 18,7% в 1 кв. 2015 г. благодаря увеличению рентабельности экспорта и сокращению операционных расходов. Сам показатель ЕБИТДА вырос на 55% кв./кв. до 26,7 млрд руб. Стоит отметить, что операционные расходы сократились на 11% кв./кв., а административные затраты упали на 13% кв./кв.

### Операционный денежный поток ушел в минус

В 1 кв. Башнефть не смогла сгенерировать положительный свободный денежный поток из-за роста оборотного капитала на 22,6 млрд руб. в результате увеличения запасов, дебиторской задолженности и сокращения полученных авансов. Более того, операционный денежный поток оказался в отрицательной зоне и составил -2,7 млрд руб. Капитальные вложения сократились на 27% кв./кв. до 12,2 млрд руб. (+34 г./г.). На телеконференции менеджмент компании подтвердил планы по росту капвложений на 16% г./г. до 56 млрд руб., из них: 20 млрд руб. будут направлены на зрелые месторождения, 19 млрд руб. - на месторождения им. Требса и Титова, 6 млрд руб. - на проекты Бурнефтегаза и 11 млрд руб. - в сегмент переработки. 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 12-12,8% @ декабрь 2016 г., что в целом соответствует бумагам качественных квазисуверенных эмитентов. Лучшей им альтернативой мы считаем рублевые евробонды SBER 16 (YTM 12,6%), RSHB 16 (YTM 13%). Также интерес представляют бумаги АФК Система (краткосрочные рублевые выпуски с YTW 13,2-13,5%).

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

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	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	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.