

Пульс рынка

- ▶ **Конструктивный диалог в Женеве способствует спаду напряженности.** Основным событием вчерашнего дня стал итог встречи глав МИД РФ, США, ЕС и Украины, которая неожиданно для многих оказалась конструктивной. Несмотря на большие разногласия, были выработаны первые шаги, которые позволят деэскалировать украинский конфликт. Стороны признали необходимость немедленного начала широкого национального диалога в контексте конституционной реформы, в результате которой регионы Украины получат большую самостоятельность. Тема Крыма не была затронута. Также рынки позитивно восприняли вчерашнее выступление В. Путина. Бивалютная корзина вчера потеряла 50 копеек, закрывшись на уровне 41,68 руб., где она остается и сегодня (внутри диапазона 41,35-42,35 руб., где ЦБ РФ продает 200 млн долл. в день). Несмотря на укрепление рубля, заметной позитивной динамики в ОФЗ и суверенных еврообондах пока не наблюдалось. Лучше рынка вчера выглядели рекомендованные нами к покупке KOKSRU 16 (+0,9 п.п.) и RUSB 17 (+1 п.п.).
- ▶ **Банк Русский Стандарт (В+/Ва3/В+): дефицит рублевой ликвидности давит на маржу.** Банк опубликовал результаты деятельности по МСФО за 2П 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Главным образом за счет меньших отчислений в резервы (на 4,5 млрд руб.) во 2П удалось покрыть убыток 1П. Чистая прибыль по итогам 2013 г. составила 2,1 млрд руб., что соответствует ROAE всего 6,6% (в 2012 г. - 22,9%). При росте кредитов на 12% п./п. (до 285,5 млрд руб.) чистая процентная прибыль увеличилась лишь на 7,7% (чистая процентная маржа - 18,7%), что, по нашему мнению, является следствием оттока средств с текущих счетов клиентов (-16 млрд руб.), являющихся относительно дешевым источником фондирования. Они были замещены ликвидностью от ЦБ РФ (31,7 млрд руб.), в основном под залог ценных бумаг (26,9 млрд руб. находилось в РЕПО). Кстати говоря, утилизация портфеля ценных бумаг по РЕПО составила 52% при максимальном уровне 87% (по оценке менеджмента), что свидетельствует о невысокой "подушке" ликвидности (мы не исключаем, что БРС придется поднять ставки по депозитам). В 2014 г. планируется значительно снизить темп кредитования до 15% (более чем в 2 раза ниже, чем в 2013 г.). БРС по-прежнему делает ставку на кредитные карты (63% портфеля), в т.ч. за счет приобретения кредитов у других банков. В сравнении с качеством портфеля (NPL 90+ в сумме со списаниями составил 12,9% против 6% в 2012 г.) норма резервирования (12,7%) не выглядит избыточной. По данным менеджмента, достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3 (РСБУ) на 1 апреля 2014 г. находилась на уровне 6,5%, что свидетельствует о невысоком запасе капитала, учитывая ухудшение качества кредитов, повышение RW по потребкредитам (которое проявилось еще не в полной мере), низкую прибыльность. Позитивной новостью является решение о предоставлении безвозмездной помощи БРС на 1 млрд руб. от владельца (средства будут перечислены до конца 2014 г.). Мы подтверждаем свою рекомендацию покупать RUSB 17 (УТР 9,3%) и "суборд" RUSB 15 (УТМ 9,8%) для удержания до оферты/погашения.
- ▶ **ФосАгро (ВВВ-/Ваа3/ВВ+): оптимизация в тяжелые времена.** Вчера компания опубликовала ожидаемо слабые результаты за 4 кв. 2013 г. на фоне падения цен на фосфатные и сложные удобрения на 17-20% кв./кв. При этом ФосАгро удалось увеличить продажи на 6% кв./кв. до 1,53 млн тонн и поддерживать загрузку мощностей близко к 100% (против 70% и ниже в среднем по рынку) благодаря универсальным производственным линиям и стратегии продаж, направленной на максимизацию нетбэка. В результате выручка упала на 15% кв./кв. до 23,3 млрд руб., а EBITDA - на 38% кв./кв. до 4,0 млрд руб. Ключевыми причинами снижения прибыльности стали 1) рост расходов на сырье и материалы из-за увеличения производства; 2) выплата бонусов в 4 кв. Отметим, что ФосАгро по итогам года реклассифицировала затраты на программу существенного сокращения персонала в неоперационные статьи расходов (иначе падение EBITDA было бы более значительным) в связи с их «одноразовой» природой: их большая часть (2 млрд руб.) была осуществлена в 2013 г., на 2014 г. на эти цели зарезервировано всего 0,5 млрд руб. Несмотря на падение рентабельности, операционный денежный поток вырос на 40% кв./кв. до 2,1 млрд руб. благодаря высвобождению средств из оборотного капитала, но его не хватило для покрытия инвестиций (4,7 млрд руб.). В результате чистый долг вырос с 1,4х в 3 кв. до 1,8х EBITDA. Отметим, что в 1 кв. 2014 г. цены на фосфатные удобрения выросли на 22% кв./кв., полностью "отыграв" осеннее падение, что в совокупности с ослаблением рубля должно привести к росту финансовых показателей. В сентябре компания проведет День Инвестора, на котором представит планы развития. PHORRU 18 выглядит дорого, котируясь на кривой Газпрома/Роснефти.

Темы выпуска

- ▶ **Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление**

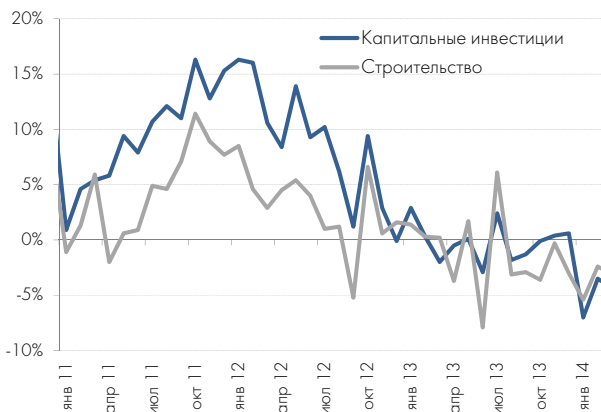
Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Вчера Росстат опубликовал очередную порцию статистики за март. Инвестиции продолжают падать, слабая динамика промышленности сохраняется, хуже обстоят дела и с уровнем реальных доходов населения. Положительную динамику продемонстрировало разве что потребление. Однако, если посмотреть на причины этого улучшения, то впечатление складывается, скорее, негативное.

Падение инвестиций в марте ускорилось

Примечательно, что в марте сокращение инвестиций только ускорилось, составив $-4,3\%$ г./г. против $-3,5\%$ г./г. в феврале. За 1 кв. 2014 г. падение составило $-4,8\%$ г./г. ($+0,4\%$ в 4 кв. 2013 г.). Восстановлению инвестиционной активности не способствует рост инфляционных и девальвационных ожиданий. На пике ослабления рубля в марте серьезно "просел" и инвестиционный импорт, прежде всего, оборудования. Создаются предпосылки для роста стоимости заимствований: некоторые банки уже подняли ставки по корпоративным кредитам, а в условиях ограниченности доступа на внешние рынки роль внутреннего кредитования только возрастает. Мы отмечаем, что даже без учета фактора украинского конфликта и связанных с ним рисков, инвестиционные планы многих крупных компаний на 2014 г. гораздо консервативнее, чем в 2013 г.

Динамика инвестиций и строительства, темпы роста г./г.

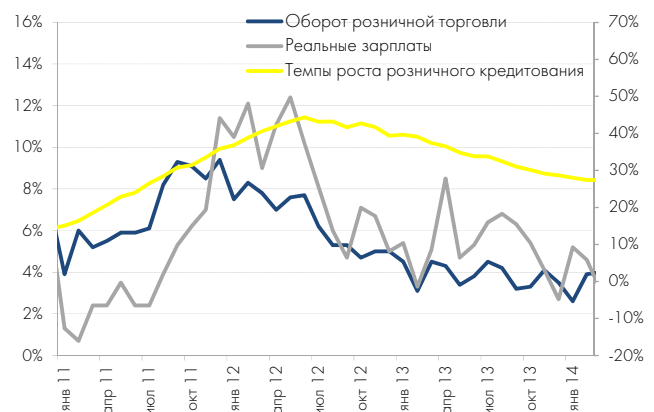


Источник: Росстат, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Всплеск потребления мог стать реакцией на резкое ослабление рубля

Не является поводом для оптимизма и всплеск потребления. Согласно скорректированным данным, рост оборота розничной торговли в марте даже превзошел показатели февраля ($+4,0\%$ г./г. после $3,9\%$ г./г. в феврале), и это при том, что февральский скачок мы в большей степени связывали с положительным влиянием Олимпиады. Статистические же факторы, напротив, создавали условия для понижения показателя. Мы склоняемся к тому, что всплеск потребления мог стать реакцией на резкое ослабление рубля, но если так, нельзя не отметить, что такая реакция оказалась необычно сильной. Ранее периоды девальвации совпадали с ухудшением состояния доходов населения (сейчас это тоже наблюдается, но в очень мягкой форме), что не позволяло в полной мере реализоваться эффекту покупок, вызванных желанием сохранить обесценивающиеся сбережения. В последние же годы зарплаты росли опережающими темпами, сбережения накапливались, в то время как население сейчас более остро реагирует на ослабление рубля (сказываются уроки кризиса 2008-2009 гг.). Сочетание этих факторов, на наш взгляд, и спровоцировало такой рост потребления. В пользу данного предположения говорит то, что резкое ускорение темпов роста оборота розничной торговли наблюдалось именно в непродовольственном сегменте (до $6,9\%$ г./г. против $5,6\%$ г./г. в феврале). В частности, мы наблюдаем некоторое улучшение продаж автомобилей. На то, что потребительский спрос был необычно высоким, указывает одновременное резкое сокращение запасов товаров длительного пользования в марте при падении их импорта.

Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, темпы роста г./г.



Динамика оборота розничной торговли по сегментам, темпы роста г./г.



Динамика продаж автомобилей, в натуральном выражении, темпы роста г./г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Сократились темпы роста реальных зарплат

Между тем, темпы роста как реальных, так и номинальных зарплат в марте впервые за долгое время существенно сократились, подтверждая наши опасения. Причем учитывая стагнацию в промышленности и риски снижения прибыли компаний, мы ожидаем, что такая тенденция продолжится. Вчера А. Улюкаев отметил, что рост зарплат концентрируется в госсегменте, тогда как дела с зарплатами в частном секторе обстоят уже гораздо хуже.

Риски более сильного замедления роста ВВП

Хотя фактор ослабления рубля еще какое-то время может поддержать продажи, экстренный характер такого спроса, лишь убеждает нас в том, что в дальнейшем стоит ожидать существенного замедления роста оборота розничной торговли, что представляет существенный риск для более сильного замедления роста ВВП в 2014 г. (наш текущий прогноз - 1%).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

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

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «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. 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.