



Мировые рынки

Бонды РФ пока игнорируют коррекцию цен на нефть

Основным событием вчерашнего дня стало достижение договоренности Ирана с "шестеркой" международных посредников по ядерному вопросу (Иран прекращает развивать военную ядерную программу, а США поэтапно снимают санкции), что позволит стране увеличить экспорт нефти после отмены санкций, однако пока не определены точные сроки. Ожидается, что финальное соглашение будет подписано 30 июня, и уже спустя несколько месяцев на рынок, на котором и так присутствует избыточное предложение, может прийти иранская нефть. Реакция рынка не заставила себя долго ждать: котировки Brent потеряли 3 долл. опустившись ниже 55 долл./барр. В то же время, от более сильного снижения удерживают опасения о том, что США не удастся получить одобрение Конгресса для снятия санкций против Ирана (республиканцы настроены на ужесточение санкций). Кроме того, из-за обилия нюансов процесс их согласования может затянуться.

Коррекция цен на нефть, а также рост доходностей базовых активов (10-летние UST прибавили в доходности 6 б.п. до YTM 1,91%) не помешали бондам РФ продолжить ценовой рост: индикативный выпуск Russia 42 подорожал на 1 п.п. до номинала, его премия к бондам Бразилии снизилась до 15 б.п. По мере исчерпания потенциала ценового роста в суверенном сегменте интерес участников постепенно смещается в квазисуверенные выпуски (в частности, вчера доходности Роснефти и Газпрома снизились на 15-30 б.п.), которые продолжают нести существенную премию (>150 б.п.) к суверенной кривой. Инвесторам, не чувствительным к антироссийским санкциям, мы рекомендуем покупать выпуски Роснефти (кстати говоря, с момента нашей рекомендации от 19 февраля котировки TMENRU 16,17,18 выросли на 1-2,8 п.п.). По нашему мнению, (подробнее см. наш комментарий "Отсутствие инвестиционного рейтинга не помешало бондам РФ восстановить утраченные позиции" от 27 марта) основным фактором позитивной ценовой динамики российских евробондов является все еще дешевое валютное рефинансирование от ЦБ РФ (оно позволяет банкам получать высокую маржу в carry-trade), которое, судя по вчерашним высказываниям главы ЦБ, ограничивать не планируется.

Экономика

Международные резервы РФ приходят в форму благодаря переоценке. По данным ЦБ к 27 марта 2015 г. они составили 360,8 млрд долл. (против 386 млрд долл. на конец 2014 г.), увеличившись за неделю почти на 8 млрд долл. Главной причиной их роста стала валютная переоценка компонент, номинированных в иностранных валютах, которые продемонстрировали существенное укрепление по отношению к USD (тогда как учет совокупного объема резервов традиционно ведется в долларах). Суммарная валютная переоценка, по нашим расчетам, увеличила резервы на 5,2 млрд долл. Из них только благодаря укреплению евро к доллару на 2,6% резервы подросли на 4,4 млрд долл. Еще около +1,5 млрд долл. объясняется повышением стоимости золота почти на 4%. Погашение банками части ранее привлеченной валютной задолженности перед ЦБ (в рамках валютного рефинансирования, прежде всего, валютного РЕПО) привнесло в резервы около 0,6 млрд долл. Порядка +1,6 млрд долл. - вклад от привлечения банками рублевых средств в обмен на валюту (прямой валютный своп с ЦБ). Оставшаяся разница (-0,95 млрд долл.) объясняется переоценкой активов, входящих в состав резервов. Одной из главных причин, которая может приводить к снижению резервов в ближайшие месяцы останется ожидаемое наращивание банками валютного рефинансирования в ЦБ (из лимита 50 млрд долл. сейчас выбрано ~34 млрд долл., компенсирует спрос на валюту под погашение внешнего долга), тогда как влияние переоценки довольно волатильно (в силу резких колебаний валют и котировок активов в составе резервов) и в большей степени зависит от внешнеэкономической ситуации. В целом, мы не исключаем предельное снижение резервов до конца 2015 г. к уровню ~320 млрд долл.

Рынок корпоративных облигаций

АФК Система: банковские активы подвели. АФК Система (BB/B1/BB-) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2014 г. по US GAAP, впервые после деконсолидации Башнефти, которые мы оцениваем нейтрально. С момента нашей рекомендации (см. комментарий от 25 февраля 2015 г.) бонды AFKSRU 19 подорожали на 10 п.п. до 91% от номинала, при этом доходность опустилась до YTM 8,9%, что соответствует премии 50 б.п. к выпускам EVRAZ 18. Мы считаем, что вместо премии должен быть дисконт, учитывая более сильные кредитные метрики АФК Системы. На рублевом рынке недооцененными являются АФК Система БО-1 с YTP 15,6% @ август 2016 г., которые имеют относительно широкий спред (160 б.п.) к ставкам РЕПО ЦБ и высокий купон (17%). См. стр. 2.

АФК Система: банковские активы подвели

Сокращение OIBDA в рублях связано с доначислением резервов по портфелю МТС-Банка и списанием депозитов МТС в Дельта Банке

АФК Система (BB/B1/BB-) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2014 г. по US GAAP, впервые после деконсолидации Башнефти, которые мы оцениваем нейтрально. Резкая девальвация рубля в 4 кв. привела к заметному снижению показателей в долларах: выручка сократилась на 29% г./г., показатель OIBDA упал более чем вдвое. В рублях же выручка выросла на 2% г./г., OIBDA снизилась на 35% г./г., рентабельность компании по OIBDA составила 15,8% (25,5% годом ранее, 26% в 3 кв. 2014 г.). Отметим, что заметное сокращение операционной прибыли (даже в рублях) произошло в результате необходимости доначисления резервов по кредитному портфелю физлиц МТС-Банка и списания депозитов МТС в обанкротившемся украинском Дельта Банке.

Долговая нагрузка корпоративного центра и риски рефинансирования на приемлемом уровне

По состоянию на конец 2014 г. долг корпоративного центра составил 68,8 млрд руб., из которого 15 млрд руб. гасится в 2015 г., что в сравнении с денежной позицией (28,8 млрд руб.) не представляет риска для рефинансирования. Основной кредитный риск представляют высокие инвестиции в развивающиеся активы группы (в 4 кв. на них было потрачено 24,2 млрд руб.), при низком уровне возврата на них (5,3 млрд руб.). Однако этот риск компенсируется высоким кредитным качеством основного зарабатывающего актива: по нашим оценкам в 2015 г. АФК Система получит дивиденды от МТС в размере 20 млрд руб. Кроме того, уже в самое ближайшее время будет получена компенсация за выбытие Башнефти (41,9 млрд руб.) в рамках мирового соглашения с Урал-Инвестом.

Ключевые финансовые показатели АФК Система*

| В млн долл., если не указано иное | 4 кв. 2014 | 4 кв. 2013 | изм. | 2014 | 2013 | изм. |
|-----------------------------------|--------------|------------|-----------|---------------|--------|-----------|
| Выручка | 3 898 | 5 530 | -29% | 16 585 | 18 502 | -10% |
| OIBDA | 616 | 1 412 | -2,3x | 4 438 | 5 570 | -20% |
| Рентабельность по OIBDA | 15,8% | 25,5% | -9,7 п.п. | 26,8% | 30,1% | -3,3 п.п. |
| Чистая прибыль/убыток | -5 456 | 58 | - | -4 088 | 2 257 | - |
| Операционный поток | | | | 4 292 | 4 199 | +2% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | | | | -2 633 | -1 732 | +52% |
| Капвложения | | | | 2 903 | 2 994 | -3% |
| Финансовый поток | | | | -1 164 | -2 503 | -53% |
| В млн долл., если не указано иное | 31 дек. 2014 | | | 30 сент. 2014 | | изм. |
| Совокупный долг, в т.ч. | 8 263 | | | 14 154 | | -42% |
| Краткосрочный долг | 1 729 | | | 2 228 | | -22% |
| Долгосрочный долг | 6 534 | | | 11 927 | | -45% |
| Чистый долг | 6 974 | | | 12 210 | | -43% |
| Чистый долг/OIBDA LTM** | 1,6x | | | 1,4x | | - |

*Показатели долга и долговой нагрузки на 30.09.2014 г. приведены с учетом Башнефти, остальные показатели скорректированы с учетом выбытия этого актива

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В целях исключения сильного эффекта от девальвации рубля (преобладающая часть выручки и расходов АФК Система - в российской валюте) компания приводит некоторые ключевые показатели в рублях.

Консолидация ЛесИнвеста поддержала выручку

Наибольший положительный эффект г./г. на консолидированную выручку в 4 кв. (без учета выбывшей Башнефти) оказала консолидация ЛесИнвеста - лесопромышленного холдинга с полным циклом лесозаготовки и глубокой переработки древесины (+7,2 млрд руб.), также выручку поддержали показатели Детского мира (+3,7 млрд руб.), РТИ (+3,2 млрд руб.) и МТС (+2,4 млрд руб.). Давление на выручку оказали Ситроникс (-5,4 млрд руб.) и МТС-Банк (-3,3 млрд руб.).

OIBDA снижался из-за МТС-Банка

В то же время снижение OIBDA (на 16 млрд руб. г./г.), несмотря на консолидацию ЛесИнвеста (+1,1 млрд руб.) и роста операционной прибыли Детского мира (+0,8 млрд руб.), произошло в результате падения прибыли МТС-Банка (вклад в эффект снижения общего OIBDA - 11,6 млрд

руб.) и МТС (-7,8 млрд руб.). Основной причиной снижения чистой прибыли у МТС-Банка являются повышенные отчисления в резервы, отметим, что по РСБУ в 4 кв. просрочка выросла на 5,8 млрд руб. до 27,6 млрд руб. (до 23% портфеля, что выглядит высоким показателем). На операционную прибыль МТС оказало давление списание в 4 кв. денежных средств, которые находились на счетах обанкротившегося украинского Дельта Банка (5 млрд руб.), в итоге были начислены резервы в объеме 92,5 млн долл.

Консолидированный чистый убыток в 4 кв. составил 5,5 млрд долл. преимущественно в результате признания разового убытка от деконсолидации Башнефти в размере 5 млрд долл. (бумажная статья). Тем не менее, компания планирует выплату дивидендов за 2014 г., однако пока сумма не раскрывается.

**Компания
представила прогнозы
на 2015 г.**

В 2015 г. компания ожидает дальнейшего улучшения показателей Лесинвеста (в том числе за счет девальвации рубля, поскольку выручка в основном в твердой валюте), а также не ожидает убытков МТС-Банка и не исключает IPO или частного размещения акций Детского мира. Стратегия по минимизации убытков индийского оператора SSTL в целом осталась прежней - фокус на более маржинальные услуги по передаче данных, при этом менеджмент рассматривает возможности по эффективному управлению частотным спектром (цена на частоты выросла в 4 раза с 2013 г.).

**M&A и капвложения
профинансированы из
операционного
потока**

Операционный поток в 2014 г. (исключая Башнефть) вырос на 2% г./г. до 4,3 млрд долл., и его было достаточно для финансирования сделок M&A и капвложений (чистый отток средств: - 2,6 млрд долл.). Помимо роста свободного денежного потока, напомним, компания в ближайшее время получит денежную компенсацию от Урал-Инвеста (42 млрд руб.).

**Облигации АФК
Система сохраняют
потенциал для
ценового роста**

С момента нашей рекомендации (см. комментарий от 25 февраля 2015 г.) бонды AFKSRU 19 подорожали на 10 п.п. до 91% от номинала, при этом доходность опустилась до YTM 8,9%, что соответствует премии 50 б.п. к выпускам EVRAZ 18. Мы считаем, что вместо премии должен быть дисконт, учитывая более сильные кредитные метрики АФК Системы. На рублевом рынке недооцененными являются АФК Система БО-1 с YTP 15,6% @ август 2016 г., которые имеют относительно широкий спред (160 б.п.) к ставкам РЕПО ЦБ и высокий купон (17%).

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

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

Резкое падение импорта поддержит рубль

Инфляция

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

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

Дефицит бюджета в январе повышает вероятность более интенсивных поступлений госсредств в систему в ближайшие месяцы

Рынок облигаций

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

Банковский сектор

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

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 | 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.