

## Пульс рынка

---

- **Рынок UST возвращается к реалиям.** Очередная порция макроданных, опубликованных по США, оказалась позитивной: объем производственных заказов в апреле вырос на 0,7% м./м. (ожидалось +0,5%). При этом наибольший вклад, как и предшествующем месяце, внесла компьютерная техника (+4,7%), что свидетельствует об улучшении состояния американских домохозяйств, а также военная авиация (+13,2%). Индикатором позитивной динамики промышленного производства в мае является объем продаж автотехники, который вырос на 4,4% м./м. (при этом внутри США - на 3,9%), достигнув максимума с 2006 г. Сильная макростатистика вернула уверенность более скорого ужесточения монетарной политики ФРС на рынок UST: доходность 10-летних бондов поднялась на 8 б.п. до YTM 2,61%, затем откатилась на отметку YTM 2,58%. На этом фоне сегодня, скорее всего, произойдет коррекция российских евробондов.
- **Спрос рождает предложение.** На сегодняшнем аукционе Минфин предложит 9-летние ОФЗ 26215 на 10 млрд руб. (в обращении - 120 млрд руб.), которые вчера котировались в диапазоне YTM 8,54-8,57%. Предложение длинных бумаг оправдано ралли на рынке ОФЗ, произошедшим за неделю, в результате которого цены выросли на ~1 п.п., несмотря на то, что рубль продолжил терять свои позиции (бивалютная корзина укрепилась на 60 копеек до 40,75 руб., оставаясь, однако, в нейтральном диапазоне ЦБ РФ). По нашим наблюдениям, причиной ралли является возвращение нерезидентов, которые в марте-апреле на опасениях санкций сокращали свои позиции. В этих условиях ключевым фактором для рынка ОФЗ в краткосрочной перспективе являются итоги заседания ЕЦБ в четверг: в случае, если ставка не будет снижена, может произойти коррекция на рынках GEM. Мы не исключаем, что спрос позволит ведомству разместить весь объем предложения. Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что ОФЗ, особенно в длинном конце кривой, выглядят дорого (в сравнении со ставками денежного рынка).
- **Альфа-Банк премией "прокладывает дорогу" на "первичку".** После долгого перерыва протестировать спрос европейских инвесторов на российский риск пытается Альфа-Банк (точнее, его материнская компания ABN Financial limited, зарегистрированная на Кипре, на которой консолидируется по МСФО весь финансовый бизнес Альфа Групп в РФ, т.е. Альфа-Банк и Альфа Капитал), предлагая 3-летние бумаги, номинированные в евро, с начальным ориентиром по ставке купона 5,75-6,0% годовых. Отметим, что стабилизация геополитического фона привела к существенному сокращению премии за "украинский" риск в бондах российских эмитентов. Так, старший долларовый бонд ALFARU 17 (@7,88%), должником по которому является сам Альфа-Банк, сейчас котируется на уровне YTM 5,0% (на 50 б.п. выше, чем было в конце февраля до эскалации конфликта на Украине). По нашим оценкам, объявленному ориентиру по новым бумагам соответствует долларовая доходность в 6,5-6,8%, которая предполагает спред 150-170 б.п. к близким по дюрации бондам ALFARU 17 с рейтингом (BB+/Ba1/BBB-). Мы считаем, что 70-100 б.п. из этого спреда оправдано отличием в рейтингах (для новых бумаг ожидается на одном уровне с ABN Financial limited (BB-/-/BB+)). Стоит принять во внимание, что на новый выпуск не будут распространяться гарантии Альфа-Банка, основной дочерней структуры ABN Financial limited. Эта компания имеет в обращении один евробонд ABHFIN 18 в объеме 85 млн швейцарских франков, который котируется с YTM 4,7%, что соответствует долларовой доходности 6,12%. Таким образом, премия новых бумаг к рынку составляет 40-60 б.п., что может перевесить "чашу весов" европейских инвесторов (которые находятся в поиске доходных предложений) в сторону принятия российского риска.

## Темы выпуска

---

- **Банк Санкт-Петербург: хороший результат на плохом рынке**
  - **АФК Система: устойчивость в сложных условиях**
-

## Банк Санкт-Петербург: хороший результат на плохом рынке

Год начался лучше, чем у конкурентов...

... несмотря на убыток по ценным бумагам

Банк Санкт-Петербург (-/ ВаЗ/ВВ-), 15-й по размеру активов российский банк на 1 апреля 2014 г., по данным Интерфакса, представил финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2014 г., которые мы оцениваем позитивно. В отчетности был консолидирован недавно приобретенный ИКБ Европейский, который добавил 3,3% к чистой процентной прибыли и 11% - к комиссионной. Чистая процентная маржа заметно повысилась кв./кв. на 15 б.п. до 4,2%, при стабильной стоимости риска (1,7%). Стоит отметить, что большинство универсальных банков в 1 кв. (в т.ч. ВТБ, Сбербанк) демонстрировали сужение процентной маржи и повышение стоимости риска. Показатель NPL 90+ ожидаемо продолжил расти (на 12 б.п. до 6% в отношении к портфелю), что стало следствием миграции кредитов NPL 1-90 дней (возникших в 3-4 кв. 2013 г.), при этом часть плохих кредитов была списана или продана (0,6% портфеля). Негативное влияние на чистую прибыль (она составила 1,68 млрд руб.) оказал убыток по торговому и инвестиционному портфелю ценных бумаг (~1 млрд руб.). Наличие чистой открытой валютной позиции (2,2 млрд руб. в 4 кв., 790 млн руб. в 1 кв.) позволило лишь частично компенсировать этот убыток (по операциям с инвалютой и переоценке была получена прибыль 670 млн руб.). Возврат на капитал (ROAE) в 1 кв. на уровне 14% отстал от прироста кредитного портфеля (+20,2% в годовом выражении). На 1 мая достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3 на основе РСБУ (Н1.2) составила 9,03%, что свидетельствует о высоком запасе прочности.

### Ключевые финансовые показатели Банка Санкт-Петербург

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	428,8	409,4	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	291,0	276,8	+5%
розничные	41,3	37,8	+9%
корпоративные	249,7	239,1	+4%
NPL 1+/Кредитный портфель	6,4%	7,2%	-0,8 п.п.
Собственный капитал	49,3	47,7	+3%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,5%	14,3%	+0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	31,7	28,7	+10%
Депозиты клиентов	159,3	166,8	-4%
ROAE	14,0%	15,2%	-1,2 п.п.

  

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	4,1	3,8	+8%
Чистый комиссионный доход	0,8	0,8	-
Чистая прибыль	1,7	3,1	-45%
Чистая процентная маржа	4,2%	4,1%	+0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Влияние на динамику оказал ИКБ Европейский

NPL 90+ ожидаемо подрос, признаков дальнейшего ухудшения качества нет

В 1 кв. размер кредитного портфеля увеличился на 5,1% до 291 млрд руб. (против -2,5% в 4 кв.) за счет кредитов, выданных на пополнение оборотных средств (+10 млрд руб. до 164 млрд руб.), и ипотеки (+2 млрд руб. до 22,4 млрд руб.). Влияние на динамику портфеля оказала консолидация ИКБ Европейского (с долей в рознице и корпоративном сегменте 2,5% и 2,2%, соответственно).

Заметная часть корпоративных кредитов, которые в 4 кв. оказались на ранней стадии просрочки (до 90 дней) в объеме 3,2 млрд руб., мигрировала в NPL 90+ (рост составил 1 млрд руб. до 16,3 млрд руб., или 6,5% корпоративного портфеля), при этом плохие кредиты на сумму 1,7 млрд руб. были проданы или списаны. Показатель NPL 90+ по розничным кредитам остался на уровне 2,7%. В то же время признаков дальнейшего существенного ухудшения качества кредитов в целом по портфелю не наблюдалось: доля проблемной задолженности (общая доля просроченных кредитов и обесцененных, но не просроченных) снизилась с 12,9% до 12,1%. Резервы на 142% покрывают кредиты с задержкой платежа (против 131% в 4 кв.). По оценкам менеджмента, консолидация ИКБ Европейский не повлияла на качество кредитов.

### С рублевых счетов произошел отток ликвидности

По рублевым счетам клиентов произошел отток ликвидности (-2,3 млрд руб.), в то время как в рублевое кредитование ушло 12,8 млрд руб., что было осуществлено за счет высвобождения средств из валютных кредитов (-3,3 млрд руб.) и портфеля ценных бумаг (-5,4 млрд руб.), а также использования запаса денежных средств и их эквивалентов в иностранной валюте.

Ликвидная позиция банка не является избыточной: разрыв ликвидности есть на горизонте 1 месяца (52 млрд руб.), полугодия (83 млрд руб.) и года (82 млрд руб.). В следующие 12 месяцев после отчетной даты ему предстоит погасить/пройти через оферту по долговым бумагам на сумму 9 млрд руб. В ближайшее время банк не собирается выходить на первичный рынок.

Последние сделки по выпуску БО-8 проходили на уровне УТР 11 % @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ +270 б.п.), что выглядит дорого, учитывая, что бумаги ВЭБ-18 котируются с УТР 9,5% @ октябрь 2015 г. На рынке евробондов мы считаем недооцененным старый "суборд" STPETE 18 (УТМ 10,9%), который имеет премию к PSB 19 (УТМ 9,5%) и новому "суборду" STPETE 19 (УТМ 10,5%) (справедливое положение соответствует дисконту). Среди бондов банков в текущей конъюнктуре несколько недооцененным выглядит короткий выпуск RUSB 15 (УТМ 8,5% @ декабрь 2015 г.). Наши рекомендации от 26 марта 2014 г. покупать короткие евробонды ТКС, БРС и ПСБ реализовались: их ценовой рост составил 1-3 п.п.

## АФК Система: устойчивость в сложных условиях

АФК Система (ВВ/ВаЗ/ВВ-) представила нейтральную финансовую отчетность за 1 кв. 2014 г. по US GAAP.

### Ключевые финансовые показатели АФК Система

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2013	изм.
Выручка	8 215	9 873	-17%	8 345	-2%
OIBDA	1 894	2 276	-17%	1 967	-4%
Рентабельность по OIBDA	23,1%	23,1%	-	23,6%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	606	58	+10,5x	609	-
Операционный денежный поток	1 591	1 823	-13%	1 180	+35%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-1 510	-1 622	-7%	-590	+2,6x
Капвложения	-655	-1 602	-59%	-681	-4%
Финансовый денежный поток	745	-963	п/а	-257	п/а
в млн долл., если не указано иное		31 марта 2014		31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		14 276		13 275	+7%
Краткосрочный долг		4 712		2 511	+88%
Долгосрочный долг		9 564		10 764	-11%
Долг/OIBDA LTM*		1,6x		1,5x	

\*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Ухудшение показателей в связи с ослаблением рубля и сезонными факторами

Снижение выручки на 17% кв./кв. во многом связано с ослаблением рубля (в рублевом выражении сокращение составило 11%). Дополнительное давление оказал сезонный фактор в деятельности МТС (падение продаж телефонов и аксессуаров (-22%); уменьшение доходов от фиксированной связи в результате выполнения госзаказа в 4 кв.; снижение активности абонентов - показатель MOU снизился на 5% кв./кв.) и РТИ (неравномерное признание выручки из-за особенностей контрактной системы), а также ряда других активов. Тем не менее, компании удалось удержать консолидированную рентабельность по OIBDA на сопоставимом с 4 кв. 2013 г. уровне.

В качестве негативного момента мы отмечаем убыточность ряда активов на уровне OIBDA в 1 кв. 2014 г.: помимо традиционного убытка индийского сотового оператора SSSL (который, кстати, снизился более чем в 2 раза - с 33,3 млн долл. до 15,8 млн долл.), отрицательный операционный результат был зафиксирован у РТИ (-0,8 млн долл.), МТС Банка (-18 млн долл.), Интуриста (-2,4 млн долл.). Тем не менее, во многом эти убытки также объясняются сезонным фактором (помимо этого, на итоги деятельности МТС Банка повлияла негативная переоценка портфеля облигаций из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка в 1 кв.).

**Снижение инвестиций нивелировано активностью в M&A**

Снижение чистого операционного денежного потока кв./кв. было более чем компенсировано сокращением инвестиций (как сезонно кв./кв. (пик инвестиций МТС приходится на 4 кв.), так и в сравнении с аналогичным периодом прошлого года). Тем не менее, в связи с осуществлением M&A сделок (1 млрд долл., приобретение Башнефтью Бурнефтегаза, занимающегося разведкой и добычей нефти в Тюменской области) отток по инвестиционной деятельности был сопоставим с операционным денежным потоком.

Мы отмечаем активность Системы на рынке M&A, несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры: компания расширила присутствие в сегменте деревообработки (подписано обязывающее соглашение о приобретении у Банка Москвы Сегежского ЦБК и Деревообработка-Проект), объявлено о создании СП в секторе фармацевтики с немецкой Fresenius Kabi. Также Система и МТС купили на двоих 21,64% одного из крупнейших российских онлайн-ритейлеров Ozon за 150 млн долл. По словам руководства Системы и МТС, участие в Ozon даст синергию с розничными направлениями бизнеса группы (в первую очередь, сотовый ритейл). Кроме того, в рамках оптимизации структуры холдинга у МПТС за 3,1 млрд руб. выкуплен 49%-й пакет акций Бизнес-Недвижимости (доля владения 100%), доля в Энвижн Груп увеличена с 50% до 88,85% (за 37,5 млн долл. денежных средств и акции Системы на 45 млн долл.).

Как и было объявлено в ходе телеконференции по итогам 2013 г. в апреле, дивиденды Системы за прошлый год должны составить рекордные 19,9 млрд руб. (более чем в 2 раза больше выплат за 2012 г.). При этом компания ожидает получения дивидендов от МТС и Башнефти на общую сумму 1,4 млрд долл. Также в этом году возможны дивиденды от СГ-транс и Объединенной нефтехимической компании.

**Риски рефинансирования незначительны**

Общая долговая нагрузка за квартал немного повысилась - до 1,6х Долг/OIBDA, что помимо сокращения LTM OIBDA связано с увеличением совокупного долга на 1 млрд долл. (из-за привлечения Башнефтью краткосрочных кредитов на 54 млрд руб. для финансирования приобретения Бурнефтегаза и выкупа собственных акций). По информации менеджмента, в мае компания рефинансировала значительную часть этого долга (30 млрд руб.) долгосрочными кредитами. В связи с этим риски рефинансирования мы оцениваем как незначительные: размер денежных средств и их эквивалентов на конец 1 кв. составил около 2,2 млрд долл. (без учета краткосрочных финансовых вложений еще на 1,9 млрд долл.), что покрывает долг к погашению в 2014 г. (2,2 млрд долл.).

**Бонды эмитента оценены справедливо**

Бонды AFKSRU 19 выглядели хуже рынка, что привело к расширению их спреда к бумагам MOBTEL 20 с 30 б.п. до 85 б.п. Сейчас бонды находятся на кривой ВымпелКома, что мы считаем справедливым. На рублевом рынке облигации эмитента неликвидны и выглядят дорого.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

### Валютный рынок

Минфин рубль бережет

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

### Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

### Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

### Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

### Инфляция

Новые оттенки инфляции

### Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

## 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.