

6 ноября 2013 г.

Пульс рынка

- **На повышение аппетита к риску рассчитывать не приходится.** Вчера на финансовых рынках негативные настроения усилились: американские индексы просели на 0,3%, а доходности 10-летних UST поднялись на 5 б.п. до YTM 2,65%. Выход значения индекса ISM по непроизводственным отраслям экономики США лучше ожиданий в октябре было проигнорировано. Большинство инвесторов предпочитает сокращать позиции в рискованных активах в преддверии более важных новостей на этой неделе. В частности, завтра ЕЦБ объявит решение по ставкам (каких-либо изменений не ожидается, интерес представляет оценка состояния реального сектора экономики и банковской системы). Также завтра будут опубликованы предварительные данные по ВВП США за 3 кв. (консенсус-прогноз предполагает снижение темпов роста с 2,5% до 2%). Напомним, что причиной ухудшения настроений на рынках стало заседание FOMC, итоги которого разочаровали инвесторов отсутствием акцента на бюджетные проблемы в США (их негативное влияние на экономику). В то же время глубокая коррекция маловероятна, отсутствие устойчивого роста американской экономики не позволит в ближайшее время сократить программу QE. На фоне повышения доходностей базовых активов бонды РФ вчера продемонстрировали негативную ценовую динамику.
- **В этот раз Минфин решил не предлагать длинные ОФЗ.** Сегодня Минфин предложит 7-летние ОФЗ 26214 и 3-летние ОФЗ 25082 в объеме 20 и 10 млрд руб., соответственно, с ориентирами YTM 7-7,05% и YTM 6,38-6,43%. На момент объявления ориентир по 7-летним ОФЗ предполагал определенную премию к рынку (2-3 б.п.), которая практически полностью исчезла к концу вчерашнего дня. Также на уровне рынка выглядит сейчас и ориентир по коротким ОФЗ. Отметим, что с момента аукциона 30 октября (когда нерезиденты проявили ажиотажный спрос на длинные ОФЗ) конъюнктура заметно ухудшилась, что привело к ослаблению рубля (корзина подорожала на 29 копеек до 37,56 руб.) и повышению доходностей вдоль кривой: так, доходность 10-летних ОФЗ 26215 (YTM 7,31%) выросла на 6 б.п., 15-летних ОФЗ 26215 - на 8 б.п. По ОФЗ, купленным на аукционах в прошлую среду, участники за неделю получили отрицательную переоценку. В этой связи смещение ведомства в сегмент краткосрочных выпусков оправданно: внешний фон располагает, скорее, к фиксации прибыли. Кроме того, большая часть запланированных в 4 кв. к размещению ОФЗ представлена краткосрочными выпусками: до конца года Минфину осталось разместить всего 201 млрд руб., при этом на бумаги со сроком до погашения 3-7 лет приходится 120,4 млрд руб. Мы ожидаем, что большой объем предложения будет реализован по верхним границам ориентиров, в том числе, за счет внутренних участников. На рынках GEM давление продавцов вчера сохранилось: так, бонды Brazil 28 подешевели на 0,8 п.п. В отношении рынка госбумаг умеренно позитивной новостью (прежде всего, для длинных бумаг) является включение ОФЗ в индекс Barclays Global (с долей рублевого долга в нем 0,17%), планируемое 31 марта 2014 г. (по информации Bloomberg), что приведет при прочих равных к притоку средств нерезидентов (RM) в объеме 2,5-3 млрд долл. (~2,5% объема рынка).
- **Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?** Сегодня на совещании у Президента будет решаться вопрос инвестирования средств ФНБ. На 1.11.2013 г. его объем составил 2,8 трлн руб., из них 670 млрд руб. уже размещены на депозиты ВЭБа, а 300 млрд руб. (из обсуждаемых 450 млрд руб.) уже расписаны на реализацию проектов БАМ, Транссиб и ЦКАД. Помимо этого, ранее обсуждалась инициатива использования еще 200 млрд руб. ФНБ на кредитование МСБ через ВЭБ: позднее она переросла в предложение о кредитовании предприятий целевых промышленных отраслей. Дополнительно, как пишет Коммерсант, МЭР предлагает общий пул проектов-потенциальных получателей средств ФНБ на сумму 1,7 трлн руб. (17 проектов, в т.ч. Росатом, Россети, РусГидро и РЖД), а РФПИ (может реализовать до 10% ФНБ, т.е. 280 млрд руб.) - на 1,3 трлн руб. Хотя проекты в этих списках пересекаются, предлагаемая сумма настораживает, т.к. превышает и без того огромный лимит допустимых (по текущему законодательству) к инвестированию в такие проекты средств: 40% ФНБ, 1,1 трлн руб. Изменения могут затронуть и схемы наполнения фондов: напомним, что сейчас допдоходы направляются в ФНБ только после достижения Резервного фонда 7% ВВП (пока 4% ВВП), и МЭР давно лоббирует снижение этой планки. Мы опасаемся, что текущий уровень бюджетных рисков не позволяет размещать такую часть ФНБ в активы, из которых быстро изъять средства будет затруднительно. Более предпочтительной нам виделась бы высказанная недавно А. Силуановым идея по инвестированию только средств, выданных в кризис на поддержку предпринимателей и финорганизаций, которые вскоре будут возвращаться (в 2014 г. ~ 200 млрд руб.).

Темы выпуска

- **Фольксваген Банк РУС: облигации с немецким качеством**

Фольксваген Банк РУС: облигации с немецким качеством

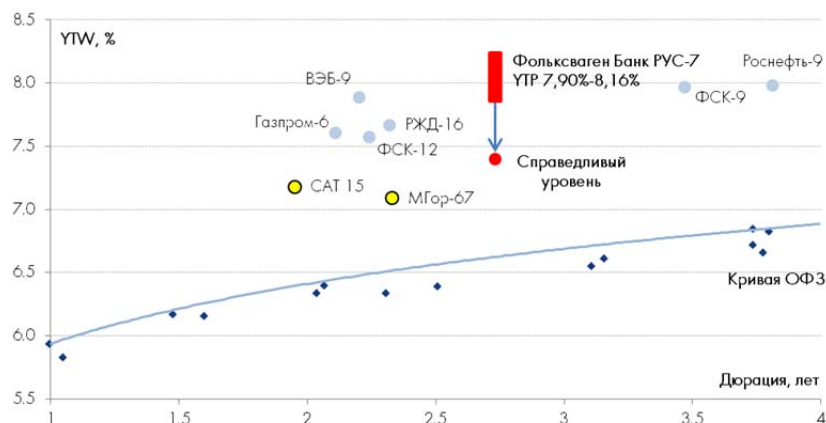
Дебютные рублевые облигации с кредитным риском крупнейшего в мире автопроизводителя VW

Оферент по выпуску VW Financial Service AG вносит заметный вклад в прибыль VW

ООО «Фольксваген Банк РУС» начало маркетинг дебютного выпуска облигаций (A/-/A-) номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 7,75-8,0% годовых, что соответствует YTP 7,90-8,16% к 3-летней оферте (=ОФЗ + 140-166 б.п.). Бумаги удовлетворяют всем критериям для включения в Ломбардный список ЦБ. Оферта по выпуску выставлена финансовой компанией VW Financial Services AG (A-/A3/-), являющейся 100% "дочкой" VW AG (A-/A3/-), крупнейшего по выручке в мире автопроизводителя, выпускающего как легковые машины (VW, Audi, Skoda, Porsche, Bentley, Seat), так и грузовики (Scania, MAN). Оферта имеет условия о ее прекращении в случае национализации, захвата, реквизиции в пользу РФ акций и/или имущества (стоимостью не менее 100 тыс. евро) лиц, в которых оферент имеет акции (доли участия), осуществляющих свою деятельность на территории РФ. Заметим, что завод в г. Калуга (являющийся наиболее ценным активом VW на территории РФ) не принадлежит ни в какой доле оференту. Мы считаем, что вероятность события, при котором действие оферты прекращается, является низкой. Это, кстати говоря, подтверждается и рейтингами S&P: выпуск облигаций и VW Financial Services AG имеют одинаковый рейтинг A-.

Основной деятельностью VW Financial Services AG является предоставление финансовых услуг (автокредитование, лизинг, аренда, страхование) клиентам, использующих в той или иной форме продукцию VW (это как конечные пользователи (физлица и юрлица), так и дилеры). На 1П 2013 г. активы VW Financial Services AG составляли 87,6 млрд евро. Фондирование осуществляется в основном за счет депозитов (29,2%) и оптовых источников ликвидности: облигаций (26,1%), МБК (12,2%) и секьюритизации - ABS (9,1%). Мы отмечаем, что компания VW Financial Services AG вносит заметный вклад в деятельность группы VW. Так, ее операционная прибыль за 9М 2013 г. составила 1,13 млрд евро (13,2% от всей прибыли по группе), при этом наибольший вклад в результат внесли подразделения Audi (44%) и VW (25%). Кроме того, согласно Соглашению о контроле и распределении прибыли или убытков от 25 сентября 1996 г., заключенному между VW AG и VW Financial Services AG, финансовые результаты деятельности VW Financial Services AG полностью перераспределяются в пользу (прибыль) или покрываются (убытки) за счет VW AG на ежегодной основе. Большинство транснациональных автопроизводителей имеют подобную структуру, поскольку присутствие финансовой компании в группе позволяет получать еще и процентную маржу от кредитования/лизинга (заметная часть клиентов приобретает в кредит/в лизинг машины VW).

Позиционирование новых бумаг Фольксваген Банк РУС



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

С премией к рублевым еврооблигациям CAT

Принимая во внимание эти обстоятельства, мы считаем, что по кредитному риску размещаемые облигации Фольксваген Банк РУС близки к VW AG (что, кстати говоря, подтверждается и одинаковым уровнем рейтингов), при этом присутствие рисков, сопутствующих самостоятельным финансовым институтам, минимально. Мы оцениваем новые облигации Фольксваген Банк РУС с премией 15-25 б.п. к размещенным в конце прошлого года рублевым еврооблигациям CAT 15 (YTM 7,2% = ОФЗ + 85 б.п.), которые имеют более сильный набор кредитных рейтингов (A/A2/A). Таким образом, справедливая доходность оценивается нами в пределах YTM 7,5-7,6%.

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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.