



12 марта 2015 г.

Мировые рынки

Евро обновляет минимумы

В условиях сохраняющихся "медвежьих" настроений на рынках (индексы американских акций снизились до уровня ниже начала года) евро продолжил дешеветь, обесценившись вчера к доллару еще на 1,5% до 1,059 долл. Такая динамика стала следствием запущенной ЕЦБ 9 марта программы PSPP и ожиданий скорого повышения ключевой ставки ФРС. Кроме того, в еврозоне сохраняются разногласия по поводу греческого вопроса: в частности, по данным СМИ, Греция может потребовать от Германии вернуть >160 млрд евро (военные репарации и погашение оккупационного займа). Котировки нефти несильно отреагировали на очередной рост коммерческих запасов нефти в США (до 448,9 млн барр.), суверенные бонды РФ остались на ранее достигнутых уровнях.

Рынок ОФЗ

Инвесторы проигнорировали 10-летние плавающие ОФЗ

По итогам аукциона по 3-летним ОФЗ 24018 было реализовано все предложение (10 млрд руб.) при спросе 19,6 млрд руб. Средневзвешенная цена сложилась на уровне 95% от номинала (~YTM 15%), что соответствовало котировкам вторичного рынка до аукциона. Сегодня сделки в выпуске проходили по ценам 95,35%. Мы сохраняем свою рекомендацию покупать ОФЗ 24018 вместе с продажей 3-летних IRS, что позволяет получить заметную премию к доходностям классических ОФЗ (170 б.п.).

Иная ситуация обстоит с аукционом по размещению 10-летнего выпуска ОФЗ 29006: из предложенных 5 млрд руб. удалось реализовать бумаги на сумму лишь 744 млн руб., при этом спрос составил скромные 1,7 млрд руб. По-видимому, большинство инвесторов не ожидало, что Минфин предложит столь щедрую премию: цена отсечения составила 85% от номинала, что с учетом текущих ставок 10-летних IRS (12,6%) и спреда 3М MosPrime - 6М OIS (228 б.п.) соответствует фиксированной доходности 15% и премии 215 б.п. к кривой классических ОФЗ. Эта премия выглядит высокой, даже принимая во внимание низкую ликвидность новых бумаг и 10-летних IRS. Мы рекомендуем покупать ОФЗ 29006 (по ценам не выше 90% от номинала) вместе с продажей 10-летних IRS (а также покупкой 3М MosPrime и продажей 6М OIS). Факт предоставления такой существенной премии подтверждает наше мнение о том, что Минфин будет стараться минимизировать использование средств Резервного фонда для покрытия бюджетного дефицита. При сохранении текущих темпов размещения госбумаг Минфин в 2015 г. вполне может привлечь порядка 600 млрд руб., что позволит рефинансировать погашаемые ГСО/ОФЗ (по нашим оценкам, 509,2 млрд руб., из которых 275,6 млрд руб. приходится на ОФЗ 25075 и 25079) и лишь частично выполнить план по объему чистого размещения на внутреннем рынке в 2015 г. (180 млрд руб.).

Рынок корпоративных облигаций

ПСБ: стоимость риска превысила процентную маржу. См. стр. 2

Промсвязьбанк (BB-/B1/-) опубликовал отчетность по МСФО за 2014 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. Из-за повышения стоимости фондирования (+0,5 п.п.) и снижения доходности активов (на 0,8 п.п.) чистая процентная маржа сократилась кв./кв. на 0,8 п.п. до 3,6%, при этом стоимость риска подскочила с 2,6% до 6,6%. Учитывая готовность государства предоставить банку помощь (в виде докапитализации АСВ через ОФЗ), на рынке евробондов интерес представляет старый суборд PROMBK 19 (YTM 14%). Поддержку его котировкам может оказать сам эмитент, предпочитающий выкупать собственные "суборды" старого образца, т.к. они стоят ниже номинала, учитываются в капитале лишь в небольшой части по курсу на начало 2014 г., при этом ЦБ предоставляет дешевое валютное финансирование LIBOR + 75 б.п. Также по соотношению риска и доходности нам нравится выпуск STPETE 18 (YTM 19%).

МегаФон: трудный год впереди. См. стр. 4

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BB+) опубликовал результаты за 2014 г., которые совпали с нижней границей диапазона собственного прогноза компании (по выручке, рентабельности по OIBDA и капвложениям) и оказались хуже ожиданий рынка. Прогноз на 2015 г. подразумевает дальнейшее ухудшение основных финансовых показателей, в результате чего может вырасти и долговая нагрузка. Облигации Мегафона неликвидны. В сегменте рублевых бумаг в ожидании снижения ключевой ставки мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 (YTP 16,5-17% @ август 2016 г.), СПб Теле-1,2,3 (YTP 16-18% @ июнь 2016 г.) а также краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 (YTM 15,4%), RSHB 16 (YTM 15,4%) и SBERRU 16 (YTM 15%).

ПСБ: стоимость риска превысила процентную маржу

CoR заметно
превысил NIM

Промсвязьбанк (BB-/B1/-), занимающий 11-е место в РФ по размеру активов на конец 2014 г. (по данным Интерфакса), опубликовал отчетность по МСФО за 2014 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. Из-за повышения стоимости фондирования (+0,5 п.п.) и снижения доходности активов (на 0,8 п.п.) чистая процентная маржа сократилась кв./кв. на 0,8 п.п. до 3,6%, при этом стоимость риска подскочила с 2,6% до 6,6%.

Прибыль удалось
сохранить за счет
разовых операций, в
т.ч. переоценки
инвестиций

Несмотря на заметное сокращение чистого процентного дохода (на 7,9% кв./кв. до 7,9 млрд руб.), а также почти трехкратное увеличение отчислений в резервы под обесценение кредитов (12,8 млрд руб. против 4,4 млрд руб. в 3 кв.), по чистой прибыли банку удалось даже немного улучшить результат 3 кв. (890 млн руб. в 4 кв. против 854 млн руб.). Компенсировать негативный результат по основному направлению бизнеса (кредитованию) позволили 1) чистая прибыль от спот-сделок и операций с производными финансовыми инструментами (+1,7 млрд руб.); 2) прибыль от операций с валютой (+3,2 млрд руб.); 3) прибыль от досрочного погашения несубординированных долговых обязательств с кредитным условием (+0,5 млрд руб.); 4) прибыль от приобретения дочерних компаний с учетом переоценки инвестиционной собственности (+1,5 млрд руб.). Эта прибыль обусловлена такими разовыми факторами, как позиция, сформированная в соответствии с реализовавшейся динамикой финансовых рынков (в частности, по валюте и производным финансовым инструментам) и переоценкой инвестиций (в основном, в недвижимость). В октябре 2014 г. ПСБ приобрел 100% ООО "Элитные дома", которое владеет земельными участками в Московской области (переоценка дала 1,6 млрд руб.), в ноябре ПСБ заключил опцион стоимостью 10 долл. на покупку 100% ЗАО "Гаражный комплекс Пластик-2000", которое владеет офисными помещениями и автодилерским комплексом в г. Москва (переоценка дала 2,4 млрд руб.).

Регуляторные
 послабления, а также
выпуск суборда
поддержали
достаточность
капитала

Рост кредитного портфеля составил 8,8% кв./кв., при этом с начала года прирост достиг 38,4% (большая часть роста стала следствием переоценки валютных кредитов), что является высоким темпом в сравнении с прибыльностью (показатель ROAE на уровне 3,4%). Заметную поддержку достаточности капитала оказали 1) меры, предпринятые ЦБ РФ для поддержки кредитных институтов, в частности, разрешение использовать валютные курсы по состоянию на 3 кв. при оценке RWA на конец 2014 г., а также мораторий на оценку по котировкам рыночных инструментов; 2) учет бессрочного "суборда" в объеме 100 млн долл., который был размещен в 3 кв. Норматив достаточности базового капитала (по требованиям ЦБ) составил 6,79% (против 5,85% в 3 кв.) при допустимом минимуме 5%. ПСБ имеет возможность получить от АСВ вливание в капитал в размере 30 млрд руб. (через ОФЗ). Кроме того, до конца 1 кв. будет привлечено 50 млн долл. через субординированные инструменты. По нашим оценкам, такой объем докапитализации со стороны АСВ позволит повысить достаточность общего капитала на 3 п.п.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	1 062,1	886,9	+20%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	790,7	726,3	+9%
розничные	81,6	81,7	0%
корпоративные	630,8	558,9	+13%
МСБ	78,4	85,6	-8%
NPL/Кредитный портфель	2,9%	2,9%	0 п.п.
Собственный капитал	69,0	67,4	+2%
Коэффициент общей достаточности капитала	12,9%	11,0%	+1,9 п.п.
ROE	3,5%	2,9%	+0,6 п.п.
Депозиты и счета клиентов	660,5	570,2	+16%

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	7,9	8,5	-8%
Чистый комиссионный доход	3,6	3,4	+6%
Операционные доходы	19,4	10,3	+1,9x
Чистая прибыль	0,89	0,85	+4%
Чистая процентная маржа	3,6%	4,4%	-0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рост кредитования в 2015 г. планируется не выше 15%

В целом по портфелю объем рублевых кредитов снизился на 10% до 435 млрд руб., а долларовых - на 1,6% до 4,77 млрд долл. Таким образом, наблюдавшийся в 4 кв. рост портфеля отражает обесценение рубля (на 43%). Такая динамика кредитного портфеля отчасти стала следствием проведенной реструктуризации кредитов на сумму 36,43 млрд руб. (из них 23 млрд руб. в валюте), выданных деревообрабатывающей компании и компании пищевой промышленности, из-за чего они были переведены в состав инвестиций, имеющих для продажи. В 2015 г. ПСБ планирует рост кредитного портфеля не более чем на 15%, при этом кредитование МСБ предполагается снизить.

Есть признаки дальнейшего ухудшения качества кредитов

Показатель NPL 90+ в отношении к портфелю в 4 кв. остался на уровне 2,9%, при этом плохие кредиты были списаны на 3,7 млрд руб. (0,5% портфеля). Резкий рост NPL 1-90 дней (с 8,5 млрд руб. в 3 кв. до 21,7 млрд руб.) является признаком дальнейшего ухудшения качества кредитов: в случае 100% миграции кредитов с просрочкой 1-90 дней произойдет двукратное повышение NPL 90+, при этом для его полного покрытия величины резервов, сформированных на конец 2014 г., окажется недостаточно. В этой связи мы полагаем, что банк, скорее всего, использует возможность для докапитализации за счет средств АСВ.

Убыток от переоценки портфеля ценных бумаг в 4 кв. составил 1 млрд руб., при этом размер портфеля (без учета сделок спот и производных финансовых инструментов, позиция по которым выросла с 7,44 млрд руб. до 35,7 млрд руб.) сократился с 21,8 млрд руб. до 16,4 млрд руб. По РЕПО было заложено 22% портфеля.

В конце года образовался некоторый избыток валютной и рублевой ликвидности

В конце 2014 г. на балансе присутствовал избыток ликвидности в валюте, что, скорее всего, стало реакцией на ажиотажный спрос населения на валютные средства в декабре (банк сформировал запас валюты, в том числе используя инструменты валютного рефинансирования ЦБ РФ). Поступившие в конце года средства с бюджетными расходами обеспечили определенный избыток рублевой ликвидности.

Учитывая поддержку со стороны государства, на рынке евробондов интерес представляет старый "суборд" PROMBK 19 (YTM 14%). Поддержку его котировкам может оказать сам эмитент, предпочитающий выкупать собственные "суборды" старого образца, так как они стоят ниже номинала, учитываются в капитале лишь в небольшой части по курсу на начало 2014 г., при этом ЦБ РФ предоставляет дешевое валютное финансирование LIBOR + 75 б.п. Также по соотношению риска и доходности нам нравится выпуск STPETE 18 (YTM 19%).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

МегаФон: трудный год впереди

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BV+) опубликовал результаты за 2014 г., которые совпали с нижней границей диапазона собственного прогноза компании (по выручке, рентабельности по OIBDA и капвложениям) и оказались хуже ожиданий рынка. Прогноз на 2015 г. подразумевает дальнейшее ухудшение основных финансовых показателей, в результате чего может вырасти и долговая нагрузка.

4 кв. 2014 г.: органическое замедление

Рост выручки в 4 кв. 2014 г. составил 3,1% г./г., что соответствует увеличению за весь 2014 г. на 5,9%. Стоит отметить, что улучшение в 4 кв. наблюдалось исключительно благодаря сегментам проводной связи (+19% г./г.) и продаж телефонов и аксессуаров (+23% г./г.), в то время как выручка от основной деятельности - предоставления услуг мобильной связи - снизилась на 1,1% г./г. Особенно заметным стало замедление роста выручки от мобильной передачи данных: в 4 кв. он составил 16% г./г., что гораздо ниже темпов 9М 2014 г. (41% г./г.). Это объясняется консолидацией Скартела в 4 кв. 2013 г. и дает представление о том, каких темпов роста можно ожидать в 2015 г.

Рентабельность по OIBDA выросла в 4 кв. 2014 г. г./г. за счет значительного снижения маркетинговых расходов, поскольку в конце 2013 г.-начале 2014 г. расходы на рекламу сильно возросли в преддверии зимней олимпиады в Сочи. Рентабельность за 2014 г. составила 44%, что соответствует нижней границе прогноза компании. Капвложения по итогам года достигли 56,5 млрд руб., также близко к нижней границе прогнозного диапазона. Чистый долг вырос на 21% по сравнению с 3 кв. 2014 г., и соотношение Чистый долг/OIBDA в результате составило 1,3х по сравнению с 1,1х в 3 кв. (с учетом депозитов Чистый долг/OIBDA составил бы 1,0х в 4 кв.).

Ключевые финансовые показатели МегаФона

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	82 187	79 732	+3%	314 795	297 229	+6%
OIBDA	34 456	30 522	+13%	138 520	132 592	+4%
Рентабельность по OIBDA	41,9%	38,3%	+3,6 п.п.	44,0%	44,6%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	2 849	10 048	-3,5х	37 000	51 770	-28%
Операционный поток	30 717	25 143	+22%	114 613	114 693	0%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-48 168	-32 937	+46%	-93 749	-75 677	+24%
Капвложения	17 245	19 188	-10%	58 146	43 022	+35%
Финансовый поток	9 493	-1 226	-	-13 349	-31 572	-2,4х
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	207 468			176 940		+17%
Краткосрочный долг	51 149			44 928		+14%
Долгосрочный долг	156 319			132 012		+18%
Чистый долг	185 245			153 582		+21%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,3х			1,1х		-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Текущий год обещает быть трудным

Прогноз компании на 2015 г. оказался достаточно консервативным: менеджмент ожидает отсутствия роста выручки, рентабельность по OIBDA - "на уровне 40% и выше" и капвложения на уровне 61-76 млрд руб. Менеджмент объясняет такой широкий диапазон нестабильностью валютных курсов. В ходе телеконференции руководство прокомментировало свои консервативные ожидания на 2015 г., заявив, что роста в текущих экономических условиях и на столь конкурентном рынке ожидать трудно, а на рентабельность будет оказывать давление рост доли низкомаржинальных направлений в структуре бизнеса. Менеджмент также объяснил наличие достаточно большой ликвидной позиции на счетах компании желанием захеджировать валютные риски, поскольку значительная часть ликвидных средств номинирована в долларах США или гонконгских долларах.

12 марта 2015 г.

**Прогноз подразумевает
рост долговой нагрузки**

По нашим оценкам, с учетом прогноза на 2015 г. и дивидендной политики компании долговая нагрузка может вырасти до 1,6х. Чистый долг/OIBDA (1,3х с учетом депозитов) по верхней границе прогноза капвложений и 1,5х/1,1х по нижней.

Облигации Мегафона неликвидны. В сегменте рублевых бумаг в ожидании снижения ключевой ставки мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 (YTP 16,5-17% @ август 2016 г.), СПб Телел, 2,3 (YTP 16-18% @ июнь 2016 г.) а также краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 (YTM 15,4%), RSHB 16 (YTM 15,4%) и SBERRU 16 (YTM 15%).

Сергей Либин

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

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

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#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	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
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.