

Пульс рынка

- ▶ **В преддверии референдума в Крыму политическая напряженность достигла апогея.** В ходе встречи в Белом доме с А. Яценюком президент США выразил поддержку действующей власти на Украине. Вновь прозвучали обещания, что РФ придется заплатить, если она не изменит своего отношения к ситуации. В комитете иностранных дел Сената США вчера бы принят проект санкций, включающий визовые ограничения в отношении лиц РФ и Украины, чьи действия нарушают суверенитет Украины (голосование в Сенате пройдет до конца недели). По данным СМИ, этот законопроект не содержит санкций в отношении банков (аналогичных тем, которые применялись против Ирана). Похожий пакет санкций готовят и страны ЕС. Пока, однако, и ЕС, и США достаточно осторожны в своих высказываниях, возможные санкции, которые могли бы оказать заметный ущерб экономике РФ, не объявляются (по-видимому, существует понимание, что в случае введения взаимных экономических санкций пострадают и экономические интересы ЕС и крупных американских компаний, имеющих бизнес с РФ).
- ▶ **Распродажи в сегменте российских бумаг.** Опасения введения санкций заставляют инвесторов продавать российские бумаги: с начала марта премия за украинский риск заметно возросла. Вчера осторожные продажи переросли в полноценный обвал цен: длинные ОФЗ подешевели на 2 п.п., при этом их доходности выросли на ~50 б.п. (так, ОФЗ 26207 достиг отметки УТМ 9,36%). Такое сильное движение произошло в условиях повышенных оборотов на валютном рынке (в паре руб./долл. 5 млрд долл. против 3 млрд долл. днем ранее), при этом корзина укрепилась на 10 коп. до 42,9 руб. (т.е. потенциально ЦБ вчера мог продать до 2 млрд долл.). Катализатором распродаж ОФЗ могло стать массовое срабатывание margin-calls, прежде всего, у нерезидентов, при этом локальные участники не спешат подставлять "биды" (в ожидании дополнительного предложения на продажу со стороны нерезидентов, их позиция в ОФЗ сейчас, скорее всего, заметно превышает 15 млрд долл.). Также продажи вчера ударили и по евробондам российских эмитентов, особенно, по тем, кто может пострадать из-за ситуации на Украине (выпуск GAZPRU 22 подешевел на 1,5 п.п., EVRAZ 20 - на 4 п.п.). Если ОФЗ все еще не выглядят перепроданными в сравнении со ставками недельного РЕПО ЦБ, то рынок евробондов, напротив, представляет собой "магазин качественных вещей с заметными скидками" (правда, есть риск того, что дисконты в ближайшее время станут еще больше).
- ▶ **Заседание ЦБ: ожидаем сохранения ключевой ставки на повышенном уровне.** Пока ситуация с Украиной остается неразрешенной, и связанные с этим волнения передаются на валютный рынок, на наш взгляд, ЦБ не будет спешить со снижением ключевой ставки и возвращением к прежнему механизму интервенций. Нервозность на валютном рынке создает реальные риски для финансовой стабильности и банковского сектора, не говоря уже о дополнительном инфляционном давлении. При этом экстренные меры ЦБ (одновременное резкое повышение ставки и увеличение накапливаемых интервенций на границе) принесли свои плоды: после серьезного падения рубля 3 марта (с эскалацией украинского конфликта) границы валютного коридора сместились только 3 раза (до 35,9-42,9 руб. сегодня на утро), и колебания курса стали более умеренными. Мы полагаем, что одним из немаловажных рисков в глазах ЦБ является конвертация компаниями и населением рублей в валюту, потенциал которой достаточно велик. С этой точки зрения, как мы считаем, экстренные меры регулятора продемонстрировали эффективность поддержания курса на достаточно стабильном уровне (для ограничения девальвационных ожиданий). Таким образом, мы продолжаем считать, что эти меры ЦБ сохранятся до тех пор, пока ситуация на Украине будет "давить" на валютный рынок (ведь даже в случае отсутствия серьезных санкций, нельзя исключать, что политическая дискуссия затянется). В частности, о том, что ситуация по-прежнему неблагоприятна для сворачивания мер косвенно свидетельствуют вчерашние заявления А. Моисеева о том, что Казначейство может возобновить покупки валюты для Резервного фонда не ранее, чем через 2 недели (при этом курс 36 руб./долл. в глазах регулятора выглядит "дороговато"). Что касается риторики пресс-релиза ЦБ завтра, мы полагаем, что акценты будут расставлены в пользу сохранения финансовых рисков и усиления инфляционного давления (эффект переноса, по нашим оценкам, уже проявился в февральских данных, и ЦБ может дать оценку своего видения ситуации).

Темы выпуска

- ▶ МКБ: розничный сегмент добавил маржи
- ▶ ТМК: 2013 г. завершен на позитивной ноте

МКБ: розничный сегмент добавил маржи

Неплохое завершение года

МКБ (ВВ-/В1/ВВ), 13-й по величине активов банк в РФ, опубликовал финансовые результаты за 4 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Кредитный портфель вырос на 6% до 318 млрд руб., продемонстрировав по итогам года впечатляющий для универсального банка рост в 54%. Показатель NPL 90+ остается на низком уровне 1,3% (против 1,2% в 3 кв.), однако появились некоторые признаки ухудшения качества корпоративных кредитов. Чистая процентная маржа (по итогам года - 5,2%) является комфортной в сравнении со стоимостью риска на уровне ~2,1%. Банку удалось увеличить чистую прибыль (на 81% кв./кв. до 3,25 млрд руб.), главным образом, за счет заметного роста процентного дохода (на 18% кв./кв.) темпами, опережающими кредитование. Давление на капитал оказало повышение коэффициентов риска (по темпу роста RWA в два раза опередил кредитный портфель, +13% против 6,4%). Достаточность капитала 1-го уровня снизилась на 1,1 п.п. до 11% (по Базель 1). Показатель Н1.0 (достаточность собственного капитала по Базель 2 на основе РСБУ) составил 12,33% на 1 февраля 2014 г., что является умеренным уровнем для универсального банка. Мы полагаем, что высокий темп кредитования (сопоставимый с 2013 г.) без пополнения капитала 1-го уровня поддержать не удастся.

Ключевые финансовые показатели МКБ

в млн руб., если не указано иное	31 декабря 2013	30 сент. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	454 202	400 789	+13%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	317 860	298 626	6%
розничные	97 849	82 866	+18%
корпоративные	220 010	215 761	+2%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,3%	1,2%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	84 554	74 553	+13%
Депозиты и счета физических лиц	134 467	127 775	+5%
Депозиты и счета юридических лиц	140 405	118 232	+19%
Собственный капитал	50 658	47 403	+7%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,0%	18,0%	-2 п.п.
ROE	20,1%	17,3%	+2,8 п.п.
Чистая процентная маржа	5,2%	5,0%	+0,2 п.п.
в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	5 565	4 085	+36%
Чистый комиссионный доход	1 785	1 831	-2%
Чистая прибыль	3 254	1 800	+81%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Впечатляющий рост потребительского кредитования, несмотря на насыщение рынка

Основной прирост кредитного портфеля обеспечил розничный сегмент (+18% за квартал и +94% за год), главным образом, за счет кредитов наличными (+23% кв./кв.), несмотря на насыщение рынка и ухудшение их качества у большинства розничных банков. Доля розницы в портфеле достигла 31% (против 24% в 2012 г.). Рост корпоративного кредитования оказался весьма скромным - 2% кв./кв. По-видимому, фокус на развитии розничного кредитования и стал основной причиной опережающего увеличения процентного дохода.

Есть некоторые признаки ухудшения качества кредитов

Показатели NPL 90+ как в розничном, так и в корпоративном сегментах находятся на низких уровнях (3,9% и <1%, соответственно). NPL 90+ в сумме с реструктурированными кредитами занимает всего 1,6% портфеля и покрывается резервами на 180%. Однако в корпоративном сегменте появились непросроченные, но обесцененные кредиты в размере 6,2 млрд руб. (2,8% сегмента и 1,9% портфеля). В случае формирования 100% резерва по ним достаточность капитала снизится на 1,5 п.п. (до 10,8% в терминах Н1). По мнению менеджмента, эти кредиты не представляют угрозы, вероятность их миграции в NPL оценивается как низкая. Ослабление курса рубля, по оценкам банка, не окажет влияния на кредитное качество его заемщиков (занимающихся торговлей импортными товарами).

Традиционный для конца года избыток ликвидности

В конце прошлого года банк получил большой объем клиентских средств (+29 млрд руб.), которые "осели" в основном в виде денежных средств и их эквивалентов (+22 млрд руб.), а также в облигациях. Прирост кредитного портфеля (+19 млрд руб.) был профинансирован средствами от ЦБ РФ (по РЕПО), а также выпуском долговых ценных бумаг. По данным менеджмента, в начале этого года переток клиентских средств из рублей в иностранную валюту был незначительным. Пока повышения ставок по депозитам не планируется.

Бонды выглядят дорого

Старший выпуск CRBKMO 18 (YTM 8,3%) выглядит дорого в сравнении с близкими по дюрации ALFARU 17 (YTM 8%), с учетом разницы в кредитных рейтингах премия должна быть >50 б.п. В сегменте банковских бумаг в настоящий момент мы отдаем предпочтение коротким старшим выпускам RUSB 17 (YTP 12% @ июль 2015 г.) и АКВНС 15 (YTM 11%).

ТМК: 2013 г. завершен на позитивной ноте**Сезонное улучшение показателей в 4 кв.**

ТМК (B+/B1/-), крупнейшая российская трубная компания, опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом нейтрально. Как и ожидалось, показатели последнего квартала года оказались значительно лучше, чем в 3 кв. 2013 г., благодаря росту отгрузок бесшовных OCTG и линейных труб в РФ, а также в США. Улучшение структуры продаж (в пользу более маржинальной продукции) позволило заметно повысить рентабельность по EBITDA - до 15,7% (улучшение произошло во всех дивизионах: в российском - она выросла кв./кв. с 13% до 18%; в американском - с 10% до 11%, в европейском - с 11% до 14%). В результате по итогам всего года снижение показателей, как и прогнозировал менеджмент, оказалось не столь значительным г./г.

Долговая нагрузка за 4 кв. сократилась до 3,8х в отношении Чистый долг/EBITDA, при этом доля краткосрочной задолженности (398 млн долл.) снизилась до 11%. В качестве источников ликвидности компании доступны денежные средства (93 млн долл.), а также невыбранные банковские кредитные линии общим лимитом 1,6 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	1 571	1 487	+6%	6 432	6 688	-4%
Валовая прибыль	351	283	+24%	1 358	1 479	-8%
Валовая рентабельность	22,3%	19,0%	+3,3 п.п.	21,1%	22,1%	-1,0 п.п.
EBITDA	247	182	+36%	952	1 028	-7%
Рентабельность по EBITDA	15,7%	12,2%	+3,5 п.п.	14,8%	15,4%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	55	35	+59%	215	278	-23%
Операционный поток	280	137	+2,0х	703	929	-24%
Отток по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-122	-99	+23%	-423	-455	-7%
Капвложения	-125	-104	+20%	-397	-445	-11%
Отток по финансовой деятельности	-135	-93	+45%	-407	-489	-17%
в млн долл., если не указано иное	31 декабря 2013			30 сент. 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 694			3 775		-2%
Краткосрочный долг	398			606		-34%
Долгосрочный долг	3 296			3 170		+4%
Чистый долг	3 601			3 701		-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,78х			3,95х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост спроса со стороны нефтегазовых компаний в РФ

Физические объемы продаж в 4 кв. выросли на 7% кв./кв. до 1,09 млн т: объемы реализации бесшовных труб увеличились на 15% до 617 тыс. т благодаря сезонно более высокому спросу со стороны нефтегазовых компаний в РФ. При этом реализация сварных труб сократилась на 3% (ТБД и промышленные трубы). В целом за 2013 г. объемы реализации ТМК увеличились на 1% до 4 287 тыс. т (при росте рынка в РФ на 4%). Отметим, что в 2013 г., несмотря на снижение импортных пошлин на трубную продукцию на 5-13,8% в рамках вступления РФ в ВТО, были введены антидемпинговые пошлины на продукцию ключевого украинского производителя труб Интерпайп (18,9-19,9%), а также на определенные виды труб из Китая

(19,15%). Вместе с действующей импортной квотой это позволило удержать импортные поставки в РФ на уровне 2012 г.

Менеджмент ТМК в целом позитивно оценивает перспективы трубного рынка в 2014 г., ожидая увеличения спроса со стороны нефтегазовых компаний, в т.ч. на премиальную продукцию на фоне активизации горизонтального бурения и усложнения условий разработки месторождений (при этом, по прогнозам менеджмента, рынок ТБД останется на уровне 2013 г.).

По оценкам менеджмента, наблюдаемое обесценение рубля не должно значительно повлиять на операционную прибыль компании: 50-60% продукции российского дивизиона экспортируется, однако, по словам менеджмента, экспортные поставки могут быть увеличены, учитывая наличие спроса. Кроме того, с 1 апреля 2014 г. ТМК повышает цены по новым контрактам на 5-10% (отметим, однако, что контракты с ключевыми клиентами на этот год были заключены в конце 2013 г.).

В ходе телеконференции менеджмент отметил, что влияние "украинского фактора" на операционную деятельность компании минимально (ТМК не имеет там активов, поставки конечной продукции в страну незначительны, в (крайнем) случае приостановки поставок сырья из Украины (доля невелика), его можно будет приобрести у других поставщиков).

Капзатраты профинансированы из операционного потока

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. увеличился в 2 раза кв./кв. за счет улучшения прибыльности и снижения инвестиций в оборотный капитал. Его было достаточно для финансирования капвложений (всего в 2013 г. на них было направлено 397 млн долл.). В 2014 г. менеджмент планирует постепенное снижение инвестиций в связи с завершением последнего ключевого проекта - модернизации производства бесшовных труб на Синарском заводе (запуск обновленного оборудования - летом 2014 г.). Напомним, что в соответствии со среднесрочной стратегией ТМК, одной из ключевых целей является снижение долговой нагрузки до 2,5x (Чистый долг/ЕБИТДА) в течение ближайших 2-3 лет, для чего планируется ограничить капитальные затраты 1,1 млрд долл. в следующие 3 года.

Бонды ТМК выглядят лучше Евраза

В условиях эскалации украинского конфликта российские евробонды оказались под давлением продавцов, и бумаги ТМК не стали исключением, но они пострадали меньше, чем выпуски Евраза. Это привело к расширению спредов EVRAZ 18 - TRUBRU 18 и EVRAZ 20 - TRUBRU 20 на 100 б.п. до 170 б.п. и 140 б.п., соответственно, что выглядит оправданным, учитывая наличие прямых бизнес-рисков на Украине у Евраза. Мы считаем, выпуск TRUBRU 18 выглядит дорогим в сравнении с TRUBRU 20 (спред между ними составляет 170 б.п.). Лучшей альтернативой являются бонды NORDLI 18 (YTM 8,3%), которые поддерживаются продолжающим ростом цен на золото (+15% с начала года).

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	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	

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
---------------	--	-------------------

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.