



17 марта 2015 г.

Мировые рынки

Макростатистика по США выступает не в пользу "ястребов"

Новые данные по США свидетельствуют о довольно слабом росте промпроизводства в феврале (+0,1% м./м. против консенсус-прогноза +0,3% м./м.), что связано главным образом с отрицательной динамикой в обрабатывающих отраслях (-0,2% м./м.). Одним из факторов слабых данных называется снижение спроса на внешних рынках из-за укрепления доллара (по отношению к основным мировым валютам, прежде всего, евро). В таких условиях повышение ключевой ставки будет способствовать дальнейшему ухудшению ситуации в секторе. В этой связи возрастает значимость итогов начинающегося сегодня заседания FOMC. Также интерес представляет развитие ситуации в Греции, которая в пятницу должна выплатить по долгу 2 млрд евро ("Тройка" пока не согласовала выделение очередного транша из программы помощи). Суверенные бонды с некоторой задержкой отреагировали на снижение котировок нефти (до 53 долл./барр., Brent), длинные Russia 42 подешевели на 1,4 п.п., G-спред к Brazil 42 расширился до 82 б.п.

Валютный и денежный рынок

Дорогая валюта оказалась невостребованной

Вчера Казначейство разместило на 29-дневный депозит в 1 банке лишь 27 млн долл. под 1,2% год. при лимите 500 млн долл. В то же время у ЦБ по операциям РЕПО банки взяли 3,59 млрд долл. (из них 1 млрд долл. был привлечен на 364 дня, остальное - на 28 дней) из предложенных 6 млрд долл. Средства Минфина оказались невостребованными по причине их высокой стоимости в сравнении с РЕПО ЦБ (на 28 дней оно стоит всего 0,68% год.) и отсутствия дефицита валюты в системе (см. в теме ниже). Спрос на РЕПО ЦБ пока не превышает потребность в рефинансировании погашаемого валютного долга перед государством (так, сегодня гасится 6,7 млрд долл., на следующей неделе - 4,5 млрд долл.). Погашение внешнего долга, скорее всего, приведет к дальнейшему увеличению валютной задолженности перед ЦБ, при этом влияние на денежный рынок будет определяться лимитами, установленными ЦБ на банки (некоторые банки уже полностью выбрали свой лимит).

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Такое указание премьер-министра входит в пакет реализации поручений Президента от 24 февраля. Очевидно, что эта мера направлена на стимулирование банков к кредитованию регионов. По предварительно озвученному механизму, банку, выдающему кредит региону по ключевой ставке ЦБ + 1,5%, Минфин может предоставлять такую же сумму под 0,1%. Параллельное получение банком возможности использовать кредиты субъектам как залог по инструментам ЦБ должен повысить привлекательность этих условий. Минфин планирует предоставить в 2015 г. 310 млрд руб. бюджетных кредитов, в т.ч. на рефинансирование. Погашение коммерческой задолженности становится одной из ключевых проблем, учитывая то, что регионы наращивали ее последнее время наиболее интенсивно (в 2014 г. на >200 млрд руб.). По итогам 2014 г. общая задолженность субъектов перед банками составляет чуть менее 50% всего госдолга регионов (~2 трлн руб.). Вполне возможно, что этот залог кредитов регионам предполагается использовать в уже существующем инструменте 312-П. Скорее всего, в список изначально попадет ограниченный перечень субъектов (исходя из рейтинга/долговой нагрузки и т.п.), который может расширяться по мере роста потребности банков в новом рефинансировании. Как бы то ни было, данная инициатива могла бы привести к осязаемому расширению залога и оказать существенную поддержку денежному рынку в среднесрочной перспективе.

Банковская система

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

Опубликованный вчера обзор ЦБ РФ по банковскому сектору за февраль свидетельствует об улучшении ситуации в системе. Чистый убыток составил всего 12,2 млрд руб. против 23,6 млрд руб. в январе и 191,6 млрд руб. в декабре 2014 г. Произошел приток как рублевой, так и валютной ликвидности в систему по депозитам корпоративных клиентов и физлиц, что, скорее всего, является следствием отсутствия шоков на валютном рынке (в феврале рубль укрепился по отношению к доллару на 11%). См. стр. 2.

Рынок корпоративных облигаций

Ростелеком готовится к худшему

Результаты за 2014 г. оказались лучше прогноза компании, но ожидания компании на 2015 г., на наш взгляд, слишком консервативны. Облигации Ростелекома неликвидны. В сегменте телекоммуникационных бумаг мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 с УТР 16,4% @ август 2016 г. (РЕПО ЦБ + 240 б.п.). Также интерес представляют краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 (YTM 15%), RSHB 16 (YTM 15,8%) и SBERRU 16 (YTM 15,25%), которые не учитывают в котировках агрессивное снижение ключевой ставки ЦБ. См. стр. 3.

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

Отток средств клиентов с депозитов сменился в феврале умеренным притоком

Опубликованный вчера обзор ЦБ РФ по банковскому сектору за февраль свидетельствует об улучшении ситуации в системе. Чистый убыток составил всего 12,2 млрд руб. против 23,6 млрд руб. в январе и 191,6 млрд руб. в декабре 2014 г.

Произошел приток как рублевой, так и валютной ликвидности в систему по депозитам корпоративных клиентов и физлиц, что, скорее всего, является следствием отсутствия шоков на валютном рынке (в феврале рубль укрепился по отношению к доллару на 11%). Приток валюты на депозиты (без учета средств Казначейства) составил 3,2 млрд долл. (против оттока в размере 3,6 млрд долл. месяцем ранее), при этом физлица внесли ~1,2 млрд долл. Такая динамика связана в том числе и с повышенными ставками по валютным депозитам прежде всего в крупнейших госбанках, для которых средства клиентов являются единственной рыночной альтернативой закрытым внешним рынкам капитала. В то же время с расчетных счетов произошел отток средств в объеме 2,9 млрд долл., что почти полностью нивелировало позитивную динамику депозитов.

Валютное рефинансирование от ЦБ выглядит избыточным в сравнении с потребностями для погашения внешнего частного долга

В активах банки вывели средства с депозитов 3,3 млрд долл. (остаток сократился до 51,4 млрд долл.), что, по-видимому, обусловлено погашениями внешнего долга банков, которые по оценкам ЦБ в феврале составили 4,1 млрд долл. Фактор погашения внешнего корпоративного долга (11,1 млрд долл. против 3,2 млрд долл. в январе, по оценкам ЦБ) привел к некоторому росту валютного кредитного портфеля российских банков (на 2,7 млрд долл. против его снижения месяцем ранее). По нашим оценкам, общий прирост валютных активов в феврале составил 8,6 млрд долл., тогда как без учета валютной задолженности перед государством (ЦБ РФ/Минфин), которая выросла на 12,5 млрд долл., валютные обязательства сократились на 1,9 млрд долл. Таким образом, валютное рефинансирование от государства по-прежнему выглядит избыточным (его прирост превышает потребность в погашениях внешнего долга компаний и банков, хотя у большинства из них есть собственный запас валюты). При этом открытая валютная позиция на балансе в феврале несколько сократилась (по нашим оценкам, на 2 млрд долл.). Избыточная валюта размещена на корсчетах в банках-нерезидентах (+1,4 млрд долл. до 36,5 млрд долл.), также мы не исключаем использование валютного корсчета в ЦБ (через НКЦ). Учитывая высокий объем погашений внешнего долга в марте (5,1 млрд долл. у банков, 11,4 млрд долл. у корпораций), задолженность перед государством, скорее всего, будет нарастать.

Спрос на рублевые кредиты остается низким

В рублевой части баланса на клиентские счета пришло суммарно 760 млрд руб. (без учета Казначейства), что является следствием высоких бюджетных расходов (обычно они смещены на конец года), а также повышенных ставок по депозитам. Спрос на рублевые кредиты (розничные и корпоративные) в феврале оставался низким: объем кредитования сократился на 338 млрд руб. В результате банки погасили задолженность перед Минфином на 560 млрд руб. и ЦБ - на 888 млрд руб., использовав при этом рублевую наличность и остатки на корсчетах. Мы не ожидаем, что произошедшее в марте снижение ключевой ставки приведет к росту рублевого корпоративного кредитования.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Ростелеком готовится к худшему

Ростелеком (BB+/-/BBB-) вчера опубликовал результаты за 2014 г., которые оказались лучше собственного прогноза компании, но прогноз компании на 2015 г., на наш взгляд, слишком консервативен (в частности, в соответствии с ним долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA может вырасти до 1,9х в течение года). Мы полагаем, что у компании есть резервы для генерации более существенного свободного денежного потока, чем подразумевает прогноз, поэтому мы рассматриваем его как худший вариант развития событий.

Результаты за 2014 г. в целом лучше прогноза

Выручка от продолжающейся деятельности (без учета мобильного бизнеса, внесенного в СП с Теле2 Россия Т2-РТК в течение 2014 г.) выросла на 3% г./г. и в 4 кв., и по итогам всего 2014 г., лучше собственного прогноза компании (1-2%). Продолжающееся падение сегмента фиксированной голосовой связи (-10% г./г.) компенсировалось ростом в сегментах проводного ШПД и платного ТВ (+8% г./г. и +19% г./г., соответственно), а также в сегменте аренды каналов (+24% г./г.) за счет нового контракта с Т2-РТК и в сегменте "прочая выручка" (+15% г./г.) благодаря переходу к продаже абонентского оборудования вместо сдачи его в аренду. Рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2014 г. выросла на 1 п.п. г./г. и по итогам года составила 34,3%, (в рамках годового прогноза в диапазоне 34-35%). Отношение капвложений к выручке по итогам года составило 19,3%, лучше прогноза, подразумевавшего это соотношение в диапазоне 20-22%. Чистый долг снизился на 5% по сравнению с 3 кв. 2014 г. и составил 173 млрд руб., а соотношение Чистый долг/OIBDA оказалось на уровне 1,7х.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома*

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	78,9	76,9	+3%	298,9	290,7	+3%
OIBDA	25,0	23,6	+6%	102,5	104,1	-2%
Рентабельность по OIBDA	31,7%	30,7%	+1 п.п.	34,3%	35,8%	-1,5 п.п.
Чистая прибыль	-2,0	2,7	-	13,2	26,7	-2,0х
Операционный поток	29,2	21,9	+33%	79,5	85,7	-7%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-19,8	-11,7	+69%	-21,1	-61,9	-2,9х
Капвложения	21,5	21,4	0%	57,7	68,5	-16%
Финансовый поток	3,6	-9,7	-	-49,7	-29,4	+69%

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	190,0	185,8	+2%
Краткосрочный долг	52,1	32,9	+1,6х
Долгосрочный долг	137,9	152,9	-10%
Чистый долг	173,1	182,1	-5%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,7х	1,8х	-

*Результаты продолжающейся деятельности

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Прогноз на 2015 г. чересчур консервативен, мы видим потенциал для улучшения прогнозных показателей

Подобно МегаФону, опубликовавшему результаты на прошлой неделе, Ростелеком предоставил весьма консервативный прогноз на 2015 г.: менеджмент ожидает нулевую динамику выручки, рентабельность по OIBDA на уровне 30% и выше и отношение капвложений к выручке на уровне 20%. В ходе телеконференции руководство Ростелекома подтвердило, что прогноз очень консервативен, ситуация сейчас развивается по более оптимистичному сценарию, и менеджмент планирует обновить прогноз в середине 2 кв. Мы полагаем, что у Ростелекома больше возможностей для поддержания рентабельности, чем у мобильных операторов: во-первых, у компании ниже доля валютных затрат, во-вторых, есть резерв для роста выплат компенсаций из Фонда Универсальных Услуг, куда операторы ежегодно отчисляют 1,2% выручки (но в 2014 г. Ростелеком недополучил средства по причине реформирования Фонда). Кроме того, в рамках проекта оптимизации затрат Ростелеком планирует к августу 2015 г. сократить около 15% административного персонала, что позволит сэкономить более 4 млрд руб. в год. Помимо этого, Ростелеком, как и Т2-РТК, попросил государственных субсидий в рамках проектного финансирования, что может снизить инвестиционную нагрузку.

Исходя из прогноза, чистый долг/OIBDA может вырасти до 1,9х к концу года

Тем не менее, если исходить из текущего прогноза и планируемых дивидендных выплат (гендиректор Ростелекома С. Калугин заявил, что считает правильным выплатить дивиденды на уровне прошлого года), то чистый денежный поток в 2015 г. должен оказаться на уровне нуля, а соотношение Чистый долг/OIBDA может ухудшиться до 1,9х за счет снижения OIBDA. При этом стоит отметить и достаточно значительный объем долга, подлежащего погашению в 2015 г. (более 50 млрд руб.). С учетом нулевого денежного потока и при отсутствии государственных субсидий Ростелекому, вероятно, придется рефинансировать долги по более высокой ставке, что повысит процентные расходы и приведет к еще большему давлению на свободный денежный поток.

Рублевые облигации Ростелекома неликвидны. В сегменте телекоммуникационных бумаг мы рекомендуем покупать АФК Система БО-1 с УТР 16,4% @ август 2016 г. (РЕПО ЦБ + 240 б.п.). Также интерес для покупки представляют краткосрочные рублевые евробонды HYDRRM 15 (YTM 15%), RSHB 16 (YTM 15,8%) и SBERRU 16 (YTM 15,25%), которые не учитывают в котировках агрессивное снижение ключевой ставки ЦБ.

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.