



18 марта 2015 г.

Мировые рынки

В ожидании решения FOMC

Резкое падение числа новых площадок под жилищное строительство в США в феврале на 17% м./м. (в годовом выражении) заметно хуже ожиданий (-3%), что вместе с недавними слабыми данными по промпроизводству говорит не в пользу скорого повышения ключевой ставки ФРС. Основные события сегодня - итоги заседания FOMC и последующая пресс-конференция Дж. Йеллен.

В ЕС усиливаются разногласия по поводу антироссийских санкций

По данным СМИ, на начинающемся завтра саммите в Брюсселе ряд стран (прежде всего, Кипр, Италия, Греция) выступают против продления еще на полгода санкций против РФ. Не в их пользу играют и внутренние проблемы еврозоны, в частности, греческий вопрос: активно обсуждается возврат Греции долгов, возникших перед ней в период Второй мировой войны (их объем примерно соответствует находящейся в процессе согласования помощи "тройки"). Низкие котировки Brent не способствуют увеличению спроса на суверенные бонды РФ, длинный выпуск Russia 42 вчера подешевел еще на 1 п.п.

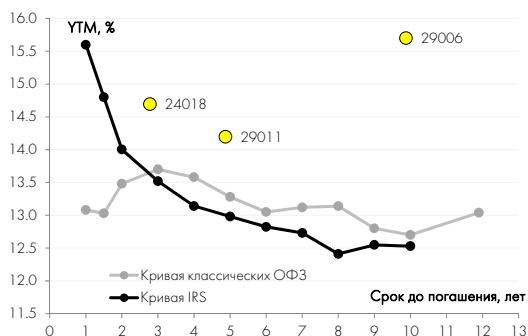
Рынок ОФЗ

Минфин решил протестировать интерес к классическим ОФЗ

После довольно длительной паузы Минфин вновь решил выйти с предложением выпуска с фиксированной ставкой купона (5-летние ОФЗ 26214 на 10 млрд руб., в обращении - 70,3 млрд руб.). Решение ЦБ снизить ставку на 100 б.п. несколько разочаровало ряд участников рынка, которые рассчитывали на более агрессивное смягчение политики регулятора. Последовавшие позже комментарии Д. Тулина о все еще высоких процентных ставках для реального сектора и ожиданиях ЦБ по спаду инфляции до 9% г./г. в марте 2016 г. (что предполагает потенциал для понижения ключевой ставки, несмотря на текущую высокую инфляцию) не смогли вернуть позитивные настроения на рынок госбумаг. Основной неопределенностью остается реакция ЦБ на возможное существенное превышение инфляцией прогноза (этот риск может реализоваться ближе к концу года). Сейчас среднесрочные и длинные ОФЗ котируются на ~25-50 б.п. выше, чем накануне заседания ЦБ (так, длинные ОФЗ 26207 вчера торговались с УТМ 13,2% против УТМ 12,7%). На этом фоне мы не ждем большого спроса на ОФЗ 26214 (выпуск не отличается высокой ликвидностью), который вчера котируется с УТМ 13,54% - 13,75%. Этот диапазон предполагает снижение ключевой ставки до 12-12,5% год. на ближайших заседаниях ЦБ. Однако более сильное снижение ставки, что создало бы потенциал для ценового роста ОФЗ, может и не произойти, учитывая инфляцию. Также фактором риска выступает негативная динамика цен на нефть, которая пока не отразилась на курсе рубля. Мы сохраняем рекомендацию занимать короткие позиции в длинных ОФЗ (26207) и покупать краткосрочные выпуски (ОФЗ 25080, 25081, 26206), ожидая положительное значение спреда (нормализацию формы кривой).

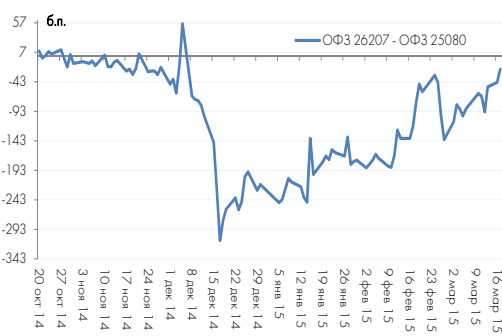
Также сегодня будет предложен 10-летний выпуск 29006 с плавающей ставкой купона на 5 млрд руб., спрос на который на аукционе в прошлую среду был низким. Последние сделки вчера проходили на уровне 85,5% от номинала, что соответствует фиксированной доходности 15,7% с учетом 10-летних IRS (12,55%) и предполагает премию 250 б.п. к кривой классических ОФЗ.

Плавающие ОФЗ несут большую премию



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Наклон кривой ОФЗ нормализуется



Рынок корпоративных облигаций

МТС: 3G требует жертв

Результаты МТС за 2014 г. выглядят немного хуже собственного прогноза компании. При этом прогноз на 2015 г. более оптимистичен, чем у конкурентов. Евробонды MOBTEL 20, 23 выглядят дорого, котируясь на уровне кривой Газпрома. См. стр. 2

МТС: 3G требует жертв

МТС (BB+/Ba1/BB+) вчера опубликовала результаты за 2014 г., которые выглядят немного хуже собственного прогноза компании. При этом прогноз на 2015 г. более оптимистичен, чем у конкурентов. Мы отмечаем, что предстоящее в 2015 г. начало строительства сети 3G на Украине может привести к незначительному росту долговой нагрузки.

Результаты за 2014 г. немного хуже собственного прогноза

Рост выручки в 4 кв. 2014 г. составил 2% г./г., в результате за весь год он составил 3% г./г., в то время как собственный прогноз компании подразумевал +2% и выше. Прирост выручки от мобильной передачи данных замедлился в 4 кв. по сравнению с первыми 9М 2014 г., с 40% г./г. до 27% г./г., но оказался лучше, чем у конкурентов, и МТС упрочил свое лидерство в сегменте. Выручка на Украине снизилась на 7% г./г. в гривнах из-за прекращения деятельности в Крыму, который раньше составлял около 10% выручки украинского подразделения МТС. OIBDA снизилась на 5% г./г. в 4 кв. 2014 г. и выросла на 0,3% г./г. по итогам года, что оказалось немного хуже прогноза - рост около 1%. Рентабельность по OIBDA в 4 кв. 2014 г. составила 39,7%, на 3,2 п.п. ниже, чем годом ранее. Основной причиной снижения рентабельности также стала Украина, где снижение маржи составило 10 п.п. г./г. из-за ускорения инфляции, роста коммунальных тарифов и удвоенной платы за использование радиочастотного спектра.

Капвложения по итогам года составили 92,6 млрд руб., превысив прогноз (90 млрд руб.), поскольку, по заявлениям МТС, компания совершила предоплату части капвложений на 2015 г. Общий долг вырос на 25% кв./кв. до 292,4 млрд руб., а Чистый долг - на 23% г./г. до 231 млрд руб. Значительный рост долга обусловлен двумя причинами: во-первых, из-за девальвации рубля валютный долг, представленный, в основном, двумя выпусками евробондов на сумму 1,25 млрд долл., вырос в рублевом выражении, а во-вторых, в конце года МТС использовала рублевую кредитную линию для покупки валюты. Соотношение Чистый долг/OIBDA, таким образом, выросло с 1,1х по состоянию на 3 кв. 2014 г. до 1,3х.

Ключевые финансовые показатели МТС

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	107 188	104 751	+2%	410 758	398 443	+3%
OIBDA	42 596	44 988	-5%	175 463	175 011	0%
Рентабельность по OIBDA	39,7%	42,9%	-3,2 п.п.	42,7%	43,9%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль	1 646	19 750	-12,0х	51 822	79 839	-1,5х
Операционный поток	38 970	38 322	+2%	159 518	159 377	0%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-41 347	-40 643	+2%	-105 588	-96 671	+9%
Капвложения	38 772	37 662	+3%	92 599	81 575	+13%
Финансовый поток	10 042	-12 453	-	-33 171	-55 145	-40%
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	292 391			233 800		+25%
Краткосрочный долг	42 674			11 431		+3,7х
Долгосрочный долг	249 717			222 369		+12%
Чистый долг	230 981			187 863		+23%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,3х			1,1х		-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Прогноз на 2015 г. более оптимистичен по сравнению с конкурентами

Прогноз компании на 2015 г. подразумевает ухудшение основных финансовых показателей, но выглядит не столь негативно, как прогнозы МегаФона и Ростелекома. МТС ожидает роста выручки как минимум на 2% г./г., в т.ч. на 3% и выше в России, рентабельность по OIBDA - на уровне 40% и выше (что подразумевает снижение до 2,7 п.п.) и капвложений - на уровне 85 млрд руб., что, однако, не включает оплату лицензии и инвестиций в сеть 3G на Украине, которые, по нашим оценкам, могут составить 15-20 млрд руб. в 2015 г.

**Долговая нагрузка
может вырасти до
1,4х в результате
инвестиций в сети 3G
на Украине**

В ходе телеконференции руководство МТС подтвердило намерение сохранить уровень дивидендных выплат в зависимости от денежного потока, подтвердив план выплатить 90 млрд руб. дивидендов в 2014-15 гг. По нашим оценкам, с учетом платежей, осуществленных в 2014 г., выплаты в 2015 г. должны совпасть с нижней границей двухлетнего плана и составить 38,8 млрд руб. Таким образом, без учета инвестиций в технологию 3G на Украине чистый денежный поток должен составить около 11 млрд руб. Но с учетом этих инвестиций он, скорее всего, окажется отрицательным, и долговая нагрузка может вырасти до 1,4х в терминах Чистый долг/OIBDA. Стоит отметить, что в течение 2015 г. МТС предстоит рефинансировать 42,2 млрд руб., основная часть платежей приходится на 4 кв. В ходе телеконференции менеджмент МТС заявил, что сейчас обсуждается механизм кредитования поставщиками оборудования в рамках строительства сети 3G на Украине, что может позволить МТС погасить часть краткосрочного долга и не прибегать к рефинансированию по повышенной ставке. Кроме того, было заявлено, что выкуп евробондов пока не планируется.

Евробонды MOBTEL 20, 23 выглядят дорого, котируясь на уровне кривой Газпрома. Мы рекомендуем покупать AFKSRU 19 (YTM 10,8%), которые торгуются с избыточной премией 290 б.п. к выпускам МТС. В сегменте рублевых бумаг телекомов интересными для покупки являются краткосрочные АФК Система БО-1 УТР 16,35% @ август 2016 г. (РЕПО + 235 б.п.).

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

Х5	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.