



19 февраля 2015 г.

Мировые рынки

FOMC нашел новые аргументы, чтобы не повышать ключевую ставку

Стенограмма с январского заседания FOMC свидетельствует о смещении мнения членов комитета в пользу сохранения низкой ставки в течение более длительного времени, чем ожидалось ранее (вчера годовые фьючерсы на ставку снизились с 0,56% до 0,45% год.). В протоколе осталась фраза о "сохранении терпения" в повышении ставок, которая, по словам Дж. Йеллен, означает начало повышения не ранее, чем через 2 заседания. Комитет обеспокоен, что удаление этой фразы могло бы спровоцировать негативную реакцию рынков (скорее всего, американские индексы продолжают обновлять рекорды). Помимо слабой инфляции (в 2014 г. - 0,8%, заметно ниже целевых 2%) члены комитета обратили внимание на укрепление доллара (из-за чего снижается чистый экспорт) и внешние риски (в т.ч. напряженность на Ближнем Востоке, Украине, финансовая неопределенность в Греции). Теперь, вероятно, комитет будет следить за развитием ситуации на внешних рынках более пристально: по-видимому, для того, чтобы сдерживать укрепление доллара, ФРС не станет быстро ужесточать монетарную политику, тогда как регуляторы других стран (прежде всего, ЕЦБ), напротив, ее смягчают или нацелены на смягчение. В результате получается, что единственным аргументом в пользу нормализации монетарной политики США остается улучшение на рынке труда (безработица находится около 5,7%, что близко к целевым 5,2-5,5%), но этот аргумент не слишком убедителен из-за медленного роста зарплат. Рынок отреагировал снижением доходностей 10-летних UST на 7 б.п. до YTM 2,06%. Активности покупателей в сегменте российских бумаг со стороны нерезидентов не способствует снижение цен на нефть (Brent ниже 60 долл./барр.) на ожиданиях сегодняшней публикации данных о запасах нефти в США.

Валютный и денежный рынок

Минфин начал с понедельника внутреннюю конвертацию валюты из Резервного фонда в ЦБ на 500 млрд руб. (~8 млрд долл.). Позитивно для коротких ставок денежного рынка

Это сообщение опровергает более раннюю информацию о том, что конвертация должна была завершиться в январе. Если так, то нетипично крупный приток из бюджета, а также активность Казначейства по размещению депозитов до текущего момента была связана не с поступлением этих средств, а исключительно с благоприятной ситуацией с остатками на казначейских счетах, а также с резким ускорением расходования бюджетных средств. Как следствие, общая ситуация с вливаниями средств из бюджета (включая аукционы) должна быть гораздо более благоприятной в ближайшее время, чем мы предполагали, учитывая дополнительный потенциал для размещения на депозитах банков 500 млрд руб. Кроме того, больше средств может поступать и с бюджетными расходами, что А. Силуанов объясняет реализацией антикризисной поддержки. Такая новость позитивна для коротких ставок денежного рынка, однако, в ближайшей перспективе их сокращения ниже 15% ожидать не стоит в силу наличия проблемы неравномерного распределения средств по системе. В свою очередь, за ЦБ остается право в любой момент конвертировать валюту на открытом рынке в пределах 8 млрд долл., но сейчас выход с продажами валюты маловероятен, учитывая стабилизацию на валютном рынке.

Рынок ОФЗ

Предложенные ОФЗ нашли высокий спрос. См. стр. 2

Мы сохраняем рекомендацию покупать ОФЗ 29011 (получать плавающую ставку) вместе с продажей 5-летнего IRS (получать 5-летнюю фиксированную ставку/отдавать плавающую). Есть арбитраж и с рынком валютных свопов. Отметим, что покупка выпуска ОФЗ 29011 эквивалентна получению ставки 6M OIS + 210 б.п. (с корректировкой 1-го купона до рыночного уровня и учетом ценового дисконта к номиналу), использование его в годовом валютном РЕПО ЦБ приводит к продаже синтетического валютного свопа с получением рублевой ставки в ~16,5-17%, при этом годовые валютные свопы на рынке котируются с 14,7%.

Экономика

Макростатистика января: потребительское разочарование. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: рекордная рентабельность на фоне девальвации. См. стр. 4

Среднесрочные бонды CHMFRU 16-18 котируются на одном уровне с НЛМК, что мы считаем оправданным с точки зрения кредитных метрик. Тем не менее, лучшей альтернативой выпускам Северстали являются бонды Газпрома, предлагающие такую же доходность. Для инвесторов, не чувствительных к санкциям, мы рекомендуем среднесрочные бумаги Роснефти (TMENRU16, 17, 18), которые имеют премию к кривой Газпрома ~100 б.п.

Предложенные ОФЗ нашли высокий спрос

Вчерашние аукционы по размещению ОФЗ как с плавающей, так и фиксированной ставками купонов прошли с 3-кратным превышением спроса над предложением (на 5 млрд руб. ОФЗ 26215 спрос составил 16,15 млрд руб., на 10 млрд руб. ОФЗ 29011 - 32,9 млрд руб.). Успешное размещение ОФЗ 26215, по нашим наблюдениям, обусловлено интересом со стороны нерезидентов на фоне укрепления рубля (интерес к ОФЗ с фиксированным купоном со стороны локальных участников ограничен в связи с их отрицательной маржой над ставкой РЕПО ЦБ). Таким образом, ОФЗ с фиксированным купоном в большей степени отражают текущее укрепление рубля (рост цен на нефть), а не ожидание по ставке. Поэтому ослабление рубля может спровоцировать коррекцию.

Основными покупателями "плавающих" ОФЗ 29011, по нашему мнению, выступили российские участники. Средневзвешенная цена сложилась на уровне 93,59% от номинала, что предполагает 5-летние IRS на уровне 11,1% против текущих 14,1%. Выпуск ОФЗ 29011 выглядит дешево в сравнении с кривой свопов. Мы сохраняем рекомендацию покупать ОФЗ 29011 (получать плавающую ставку) вместе с продажей 5-летнего IRS (получать 5-летнюю фиксированную ставку/отдавать плавающую). Есть арбитраж и с рынком валютных свопов. Отметим, что покупка выпуска ОФЗ 29011 эквивалентна получению ставки 6M OIS + 210 б.п. (с корректировкой 1-го купона до рыночного уровня и учетом ценового дисконта к номиналу), использование его в годовом валютном РЕПО ЦБ приводит к продаже синтетического валютного свопа с получением рублевой ставки в ~16,5-17%, при этом годовые валютные свопы на рынке котируются с 14,7%.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Макростатистика января: потребительское разочарование

Падение ключевых показателей в январе значительно усилилось

Вчера Росстат опубликовал статистику по основным макроиндикаторам за январь. Новые данные подтверждают наши опасения. Падение ключевых показателей в январе не только продолжилось, но и значительно усилилось. Несмотря на то, что из-за длинных новогодних праздников результаты января принято считать непоказательными, на наш взгляд, текущая степень ухудшения их динамики уже может говорить о серьезных рисках падения ВВП.

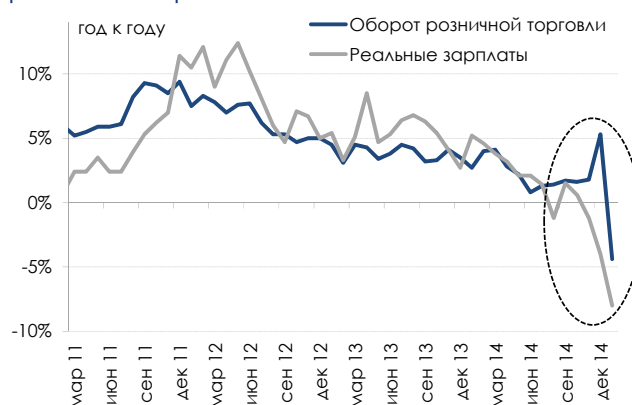
Сокращение инвестиций ускорилось до 6,3% г./г.

Сокращение инвестиций в основной капитал в январе продолжилось и ускорилось более чем вдвое (с -2,4% до -6,3% г./г.). По предварительным данным, значительный вклад в ухудшение их динамики в последние месяцы вносит снижение инвестиционной активности в добыче полезных ископаемых, не связанных с ТЭК, в металлургии, капитальном строительстве и финансовом сегменте, в то время как инвестирование в пищевой и текстильной отрасли, секторах, которые могут выигрывать от падения курса рубля и запрета на импорт, существенно улучшились. Определенные признаки импортозамещения нельзя не отметить в производстве мяса и мясных изделий, сыров, а также в текстильном производстве, однако, нужно признать, что общие показатели пищевой и легкой промышленности в целом какого-либо выраженного улучшения еще не демонстрируют, а значит, степень импортозамещения остается очень умеренной. На этом фоне мы сохраняем наши ожидания по сокращению инвестиций в основной капитал в 2015 г. на 8%.

Динамика продовольственных и непродовольственных продаж



Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Судя по динамике реальных доходов населения возможности для поддержания прежней потребительской активности в ближайшие месяцы не останутся

В январских данных особое внимание обращает на себя динамика потребления населения. Как мы и предполагали, после ажиотажного спроса в декабре, в январе покупательная активность резко спала. После рекордного всплеска в декабре до 5,3%, в январе оборот розничной торговли сократился на внушительные 4,4%. Это первое падение продаж, наблюдаемое с 2009 г. Произошло оно в основном из-за ожидаемого сокращения непродовольственных продаж (-3,5% г./г., впервые с 2009 г.), в то время как снижение продуктовых покупок продолжается уже 9 месяцев подряд, но в январе значительно ускорилось (до -5,5% г./г. после -0,4% в декабре 2014 г.). Безусловно, часть этого негативного эффекта объясняется паузой после декабря 2014 г. (тогда всплеск непродовольственных продаж достиг 10,5% г./г.), но, судя по динамике реальных доходов населения, которая также значительно ухудшилась, возможности для поддержания прежней потребительской активности в ближайшие месяцы не останутся. В январе зафиксировано не только ожидаемое резкое снижение реальных заработных плат - на 8% (во многом в связи с ускорением инфляции), но и сокращение темпов роста номинальных доходов - до 5,8% г./г. после 6,9% в декабре 2014 г. Если добавить к этому продолжающийся рост инфляции, которая в ИП рискует подойти к 18-19%, риски дальнейшего ослабления курса рубля и замедление кредитования, то в ближайшее время стоит ожидать и более значительного снижения непродовольственных продаж. В целом, мы прогнозируем падение потребления населения в 2015 г. на 6%.

Если текущие тенденции продолжатся, то падение ВВП в 1 кв. 2015 г. может быть значительным (по нашим оценкам, ~3% г./г., если не более), а это рано или поздно возобновит дискуссию относительно необходимости снижения ключевой ставки ЦБ как одной из дополнительных мер по поддержке экономики. Мы придерживаемся позиции, что новое снижение ставки крайне нежелательно, поскольку создает предпосылки для более высокой и продолжительной инфляции, а это в конечном итоге приведет к более серьезным последствиям для экономики, тогда как позитивный эффект от снижения ставки в текущих условиях неоднозначен.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Северсталь: рекордная рентабельность на фоне девальвации

Сильные финансовые результаты

Северсталь (BB+/Ba1/BV+) опубликовала в целом сильные финансовые результаты за 4 кв. 2014 г. и 2014 г. по МСФО, которые были поддержаны резким расширением ценового спреда между стальной продукцией и сырьем (в частности, за счет девальвации рубля, рыночной конъюнктуры и оптимизации затрат компанией).

Рентабельность по EBITDA выросла в 4 кв. на 3,7 п.п. кв./кв. до 32,1%, показатель Чистый долг/EBITDA остается на комфортном уровне 0,7х, несмотря на сокращение накопленных денежных средств на 31% (до 1,9 млрд долл.) после выплаты специальных дивидендов. При этом оставшихся денежных средств более чем достаточно для покрытия краткосрочного долга.

Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	1 878	2 240	-16%	8 296	9 433	-12%
EBITDA	602	636	-5%	2 203	1 818	+21%
Рентабельность по EBITDA	32,1%	28,4%	+3,7 п.п.	26,6%	19,3%	+7,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-795	-45	-	-1 603	89	-
Операционный поток	531	335	+58%	2 038	1 578	+29%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-101	1 753	-	1 202	-1 120	-
Капвложения	157	181	-13%	779	1 084	-28%
Финансовый поток	-1 034	-46	+22,5х	-2 051	-1 141	+1,8х
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		
Совокупный долг, в т.ч.	3 429			3 528		
Краткосрочный долг	774			261		
Долгосрочный долг	2 654			3 267		
Чистый долг	1 532			775		
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,7х			0,4х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снижалась из-за падения цен в долларах

Выручка в 4 кв. снизилась как в дивизионе "Российская сталь" (-18% кв./кв. до 1,7 млрд долл.), так и в дивизионе "Северсталь Ресурс" (-19% кв./кв. до 358 млн долл.) в основном из-за падения цен в долларовом выражении. В стальном дивизионе сокращались как объемы продаж (-3%), так и средняя цена реализации в долларах (-15%). В сырьевом подразделении физические объемы продаж коксующегося угля выросли на 14% кв./кв., а ЖРС - снизились на 14% кв./кв. при существенном падении средней цены в долларах (Воркутауголь: -19%, Олкон: -26,5%, Карельский Окатыш: -25%).

Рентабельность стального сегмента росла за счет расширения ценового спреда "стальная продукция - сырье"...

Поскольку падение цен на сырье опережало снижение средних цен на стальную продукцию (в рублях цены на сталь продолжали расти, учитывая увеличение экспортных цен), рентабельность по EBITDA стального дивизиона выросла в 4 кв. на 2,6 п.п. кв./кв. до 27,3%. Стоит также отметить, что денежная себестоимость (cash cost) сляба на Череповецком комбинате снизилась на 72 долл./т до 255 долл./т не только благодаря сокращению цен на сырье, но и за счет увеличения доли чугуна в производстве стали (вместо дорогостоящего лома).

... а в сырьевом дивизионе за счет роста добычи коксующегося угля и снижения издержек из-за девальвации рубля

В сырьевом дивизионе в 4 кв. рентабельность по EBITDA выросла на 11,3 п.п. кв./кв. до 37,7% преимущественно за счет снижения производственных затрат (более чем вдвое) на Воркутаугле, что стало возможным благодаря увеличению объемов производства после завершения программы ремонта лав. На Олконе в целях сокращения издержек останавливалось производство на одном из карьеров. Технически девальвация рубля также снизила издержки компании в этом дивизионе.

Чистый убыток в 4 кв. достиг 795 млн долл. (против -45 млн долл. кварталом ранее) за счет "бумажных" убытков по курсовым разницам в объеме 1,2 млрд долл.

Улучшение показателей ожидаем в 1 кв. 2015 г. на фоне девальвации

Возможности наращивания экспорта, на наш взгляд, ограничены

Капвложения профинансированы из операционного потока

Чистый долг/EBITDA остается комфортным - 0,7х

Мы полагаем, что продолжившиеся в 1 кв. 2015 г. девальвация рубля и повышение цен на стальную продукцию в рублях относительно 4 кв. 2014 г. еще окажут поддержку результатам. Однако ценовой спред "стальная продукция - сырье" сократился.

Кроме того, большую выгоду, по нашим оценкам, получают металлурги-экспортеры, а доля экспорта в продажах Северстали составляет всего 29% (для сравнения у НЛМК - 47%, у Евраз - 38%), при этом компания прогнозирует, что эта доля вырастет до более 40% по итогам 2015 г. Однако, на наш взгляд, возможности наращивания экспорта ограничены повышенной конкуренцией и мировым снижением спроса.

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. вырос на 58% кв./кв. до 531 млн долл., поскольку в предыдущем квартале компания инвестировала в оборотный капитал ~238 млн долл. (против высвобождения 28 млн долл. средств в 4 кв.). Капвложения в 4 кв. в размере 157 млн долл. были профинансированы из операционного потока, также как и в течение всего 2014 г. Капитальные инвестиции в 2014 г. составили 779 млн долл., в 2015 г. компания планирует потратить до 30 млрд руб., что с учетом текущего курса рубля - 484 млн долл.

После выплаты специальных дивидендов накопленные денежные средства компании сократились с 2,7 до 1,9 млрд долл., а Чистый долг вырос более чем вдвое до 1,5 млрд долл. Тем не менее, показатель Чистый долг/EBITDA остается комфортным - 0,7х. После отчетной даты Северсталь выкупила еврооблигации на 220 млн долл. с погашением в 2016 и 2017 гг. из номинального общего объема 1,5 млрд долл. Пока Северсталь не планирует выкуп публичного долга, поскольку не находит интереса со стороны держателей бондов. Компания также заявила о своих планах по дальнейшему погашению (а не рефинансированию) долга из собственных денежных средств.

Среднесрочные бонды CHMFRU 16-18 котируются на одном уровне с НЛМК, что мы считаем оправданным с точки зрения кредитных метрик. Тем не менее, лучшей альтернативой выпускам Северстали являются бонды Газпрома, предлагающие такую же доходность. Для инвесторов, не чувствительных к санкциям, мы рекомендуем среднесрочные бумаги Роснефти (TMENRU16,17,18), которые имеют премию к кривой Газпрома ~100 б.п.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

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.

ЗАО «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 ЗАО «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. 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.