



19 августа 2015 г.

## Мировые рынки

### Падение приостановилось, волатильность осталась

Китайскому рынку акций, динамика которого в последнее время определяет настроения на глобальных рынках, начавшему вчерашний день очередным снижением (на 5%), удалось по итогам дня выйти в плюс (+1%). Однако в отсутствие поддержки рынка акций со стороны регулятора уверенности в том, что снижение не возобновится, нет. Американские и европейские индексы акций завершили день в минусе, свидетельствуя о сохранении низкого аппетита к риску. Несмотря на некоторую стабилизацию цен на нефть (на уровне 48,8 долл./барр. Brent), во всем сегменте российских евробондов наблюдалась негативная ценовая динамика (в частности, длинные выпуски Russia 42, 43 подешевели на 40-45 б.п.). Сегодня основным событием станет публикация протокола FOMC с последнего заседания.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы ОФЗ: конъюнктура вновь предполагает премию к рынку

На сегодняшних аукционах Минфин предложит 4,5-летний выпуск 29011 (6M RUONIA + 97 б.п.) и 4-летние ОФЗ 26216 с фиксированным купоном в объеме 5 млрд руб. каждый. Вчера сделки с бумагами 29011 проходили на уровне 101,5-101,7% от номинала, что соответствует премии 60 б.п. к 6M RUONIA. Выпуск 26216 котировался на уровне YTM 11,26% (после объявления деталей аукциона цены заметно просели). В сравнении с прошлой неделей (когда интерес на аукционе к коротким ОФЗ 24018 оказался низким) конъюнктура на рынке госбумаг не улучшилась: рубль по-прежнему находится под давлением низких цен на нефть, длинные выпуски стоят около YTM 11,1%. В этой связи мы ожидаем, что без премии к рынку будет подан лишь небольшой объем заявок на покупку предлагаемых выпусков, при этом большим спросом, скорее всего, будет пользоваться 29011, который имеет относительно высокую текущую доходность (купон составляет 14,42% годовых).

В целом мы сохраняем негативный взгляд на классические ОФЗ, учитывая ситуацию на сырьевом рынке (обусловленную сейчас главным образом замедлением экономики Китая). Возможное ослабление рубля в район 70-75 руб./долл. (на 25-30% в сравнении с уровнем начала года), по нашим оценкам, соответствует положению длинных госбумаг на уровне YTM 11,5%. Также не в пользу длинных позиций в ОФЗ выступает вчерашнее заявление А. Белоусова о том, что в случае снижения цен на нефть в диапазон 40-45 долл./барр. ЦБ может "притормозить" снижение ключевой ставки".

## Рынок корпоративных облигаций

### ВТБ удалось выйти в ноль. См. стр. 2

Мы оцениваем отчетность ВТБ (BB+/Ba2/-) по МСФО за 2 кв. 2015 г. нейтрально: банку удалось показать чистую прибыль в размере 1,2 млрд руб., против убытка 18,3 млрд руб. в 1 кв. Улучшение результата главным образом произошло благодаря удешевлению фондирования (с 8,6% в 1 кв. до 7,5%) вследствие снижения ключевой ставки ЦБ и уменьшению отчислений в резервы. Поддержку базовому капиталу (по оценкам менеджмента, на 3,3 п.п. до 13,4% при прочих равных) окажет размещение, произошедшее после отчетной даты (в конце июля), в пользу АСВ привилегированных акций объемом 307,4 млрд руб. (ВТБ, в свою очередь, у АСВ покупает ОФЗ). По словам менеджмента, это вливание в капитал со стороны АСВ не предполагает выполнения каких-либо условий на наращивание кредитования. С учетом оказываемой поддержки со стороны государства мы оцениваем кредитный риск для старших необеспеченных долговых бумаг эмитентов Группы ВТБ на низком уровне. Рублевые облигации ВТБ котируются со спредом 50-80 б.п. к ставке РЕПО ЦБ, что свидетельствует о том, что дальнейшее снижение ставки уже заложено в котировки. Наша рекомендация от 16 марта 2015 г. покупать евробонды VKMOSC 15 и VTB 17 реализовалась: их доходности снизились на 3 п.п. (в район YTM 5%). Учитывая определенный запас капитала у банка, мы не исключаем возможность выкупа старых субордов: в сравнении с возвратом на капитал эмитента высокую доходность имеет выпуск VTB 22 (YTM 9,2%).

МТС: осторожность не бывает лишней. См. стр. 3

## ВТБ удалось выйти в ноль

Снижение стоимости фондирования и отчислений в резервы улучшило результат

Мы оцениваем отчетность ВТБ (BB+/Ba2/-) по МСФО за 2 кв. 2015 г. нейтрально: банку удалось показать чистую прибыль в размере 1,2 млрд руб., против убытка 18,3 млрд руб. в 1 кв. Улучшение результата произошло главным образом благодаря следующим факторам: 1) удешевлению фондирования (с 8,6% в 1 кв. до 7,5%) вследствие снижения ключевой ставки ЦБ и погашения дорогих депозитов, которые банк привлекал в основном у юрлиц в конце прошлого года; 2) уменьшению отчислений в резервы под обесценение долговых активов (с 48,4 млрд руб. в 1 кв. до 25,2 млрд руб.); 3) снижению чистого убытка от небанковской деятельности. Негативным моментом стало снижение доходности процентных активов (на 30 б.п. до 9,7%), в результате процентная маржа расширилась всего на 80 б.п. до 2,5% (напомним, что во 2 кв. 2014 г. маржа составляла 4,2%). Банк намерен получить чистую процентную маржу в размере 3% по итогам 2015 г.

Государство оказывает исключительную поддержку на уровне капитала 1-го уровня

Временное укрепление рубля к доллару, наблюдавшееся по итогам 2 кв. (на ~5%), а также сокращение валютного кредитования (по нашим оценкам, на 2,2 млрд долл. до 44,4 млрд долл.) обеспечили существенное снижение RWA (на 6,7%), что позволило повысить достаточность базового капитала по МСФО на 40 б.п. до 10,1%. По РСБУ в 1П 2015 г. ОАО ВТБ удалось сохранить показатель достаточности капитала (Н1.0) заметно выше (>12%) допустимого минимума (10%), что помимо оптимизации RWA обусловлено мерами, послабляющими регулирование со стороны ЦБ. Дополнительную поддержку базовому капиталу (по оценкам менеджмента, на 3,3 п.п. до 13,4% при прочих равных) окажет размещение, произошедшее после отчетной даты (в конце июля), в пользу АСВ привилегированных акций объемом 307,4 млрд руб. (ВТБ, в свою очередь, у АСВ покупает ОФЗ). По словам менеджмента, это вливание в капитал со стороны АСВ не предполагает выполнения каких-либо условий на наращивание кредитования. С учетом оказываемой поддержки со стороны государства мы оцениваем кредитный риск для старших необеспеченных долговых бумаг эмитентов Группы ВТБ на низком уровне.

### Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Активы, в т.ч.	11 742,9	12 438,9	-6%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	8 607,7	8 898,5	-3%
розничные	1 887,8	1 901,2	-1%
корпоративные	6 719,9	6 997,3	-4%
NPL 90+/Кредитный портфель	7,0%	6,4%	+0,6 п.п.
Средства клиентов	6 078,3	6 450,5	-6%
Собственный капитал	1 086,9	1 113,8	-2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,4%	11,9%	+0,5 п.п.
ROE	-3,1%	-6,5%	-
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	67,1	46,1	+45%
Чистый комиссионный доход	17,2	15,4	+12%
Чистая прибыль/убыток	1,2	-18,3	-
Чистая процентная маржа	2,5%	1,7%	+0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Во 2П 2015 г. ожидается спрос на кредиты

Кредитный портфель сократился на 3,3% до 8,6 трлн руб., в том числе сегмент корпоративного кредитования уменьшился почти на 4%. По нашим оценкам, сократился как объем валютных (это косвенно подтверждает способность компаний самостоятельно рефинансировать свой внешний долг), так и рублевых кредитов (это отражает низкую инвестиционную активность в текущих слабых экономических условиях). Во 2П 2015 г. менеджмент ожидает повышенный спрос на корпоративное кредитование, в результате которого корпоративный портфель вырастет на ~16% (без учета валютного эффекта).

В розничном сегменте потребительские кредиты снизились на 1,6% (до 846 млрд руб.). Объем выданных ипотечных кредитов остался почти без изменений (803 млрд руб.), по-видимому, эффект от госпрограммы по субсидированию процентной ставки по определенным ипотечным кредитам оказался краткосрочным. В ближайшее время ВТБ планирует объявить о розничной экспансии, по-видимому, имеется в виду развитие банковских услуг Почтой России на базе Лето-банка.

#### Ухудшения качества кредитов не произошло

Данные о просроченной задолженности в МСФО не раскрываются. Показатель NPL 90+ вырос на 5% до 599,2 млрд руб., что составляет 7% кредитного портфеля, при этом в отличие от 1 кв. списаний почти не было. По РСБУ ОАО ВТБ во 2 кв. просрочка по кредитам юрлиц выросла всего на 8,2% до 4% портфеля. Таким образом, дальнейшего ухудшения качества кредитов пока не наблюдается, однако говорить о заметном улучшении рано, учитывая ситуацию в экономике и продолжающееся ослабление рубля из-за снижения цен на нефть. Покрытие показателя NPL 90+ резервами сократилось со 112% до 109%.

#### Избыток валютной ликвидности

Из-за низкого спроса на валютные кредиты банк получил избыточную ликвидную позицию в инвалюте (которая была накоплена в начале года, в том числе за счет инструментов рефинансирования ЦБ).

#### Старые суборды дают высокую доходность в сравнении с возвратом на капитал банка

Рублевые облигации ВТБ котируются со спредом 50-80 б.п. к ставке РЕПО ЦБ, что свидетельствует о том, что дальнейшее снижение ставки уже заложено в котировки. Наша рекомендация от 16 марта 2015 г. покупать евробонды VKMOSC 15 и VTB 17 реализовалась: их доходности снизились на 3 п.п. (в район YTM 5%). Учитывая определенный запас капитала у банка, мы не исключаем возможность выкупа старых субордов: в сравнении с возвратом на капитал эмитента высокую доходность имеет выпуск VTB 22 (YTM 9,2%).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## МТС: осторожность не бывает лишней

Компания МТС (BB+/Ba1/BB+) опубликовала хорошие результаты за 2 кв. 2015 г. и подтвердила годовой прогноз, который выглядит консервативно в части рентабельности, однако с учетом намерения наращивать сегмент розничных продаж телефонов, это не кажется чрезмерной осторожностью.

### Ключевые финансовые показатели МТС

В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	2 кв. 2014	изм.
Выручка	102 691	98 879	+4%
OIBDA	42 722	43 661	-2%
Рентабельность по OIBDA	41,6%	44,2%	-2,6 п.п.
Чистая прибыль	17 074	21 810	-22%
Операционный поток	32 901	33 954	-3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-32 548	-18 561	+75%
Капвложения	28 216	18 602	+52%
Финансовый поток	891	2 083	-2,3x
В млн руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	318 976	329 662	-3%
Краткосрочный долг	48 921	44 752	+9%
Долгосрочный долг	270 055	284 910	-5%
Чистый долг*	274 856	285 886	-4%
Чистый долг/OIBDA LTM**	1,6x	1,6x	-

\*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

\*\*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Результаты лучше годового прогноза, но опасения по поводу ухудшения показателей во 2П небеспопченны**

МТС вновь продемонстрировала лучшую динамику консолидированной выручки среди конкурентов, показав ускорение темпов роста по сравнению с 1 кв. 2015 г.: +4% г./г. против +3% г./г. Основной причиной ускорения стала сильная динамика сегмента розничных продаж сотовых телефонов, который вырос на 27% г./г. Это произошло, в первую очередь, из-за разрыва отношений со Связным после возобновления последним продаж контрактов Мегафона и ВымпелКома. МТС планирует нарастить розничную сеть до конца года на ~15%, поэтому можно ожидать сильной динамики выручки в этом сегменте и во 2П 2015 г. При этом, намерение, озвученное руководством розничного направления, отказаться зарабатывать на продажах телефонов и использовать розницу в качестве инструмента для привлечения абонентов, которые активно будут пользоваться мобильной передачей данных, должно негативно повлиять на рентабельность.

Во 2 кв. 2015 г. рентабельность по OIBDA снизилась на 2,6 п.п. г./г. до 41,6% в связи с ростом доли низкомаржинального сегмента сотовой розницы, падением рентабельности на Украине в результате снижения высокомаржинального сегмента приземления международного трафика и по-прежнему отрицательной рентабельностью бизнеса в Узбекистане, где деятельность была возобновлена лишь в конце 2014 г.

Капвложения вновь оказались на высоком уровне и составили 28,2 млрд руб., что соответствует предыдущим заявлениям руководства МТС о намерениях произвести основную часть инвестиций в первом полугодии; капвложения за этот период составили 58% от планового годового показателя. Показатели совокупного и чистого долга снизились на 3-4% кв./кв. отчасти из-за укрепления курса рубля, что привело к снижению валютных обязательств в рублевом выражении. Показатель Чистый долг/LTM OIBDA остался на уровне 1,6х, а с учетом кратко- и долгосрочных вложений - на уровне 1,0х.

**МТС планирует поддерживать высокий уровень дивидендов и снижать капвложения, не исключает возможность M&A**

Руководство МТС сохранило годовой прогноз по росту выручки - не менее 2% г./г. по группе (+2,5% г./г. в первом полугодии) и не менее 3% г./г. в России (+4% г./г. в первом полугодии) и по рентабельности OIBDA - не менее 40% по сравнению с 40% в первом полугодии. В то же время, прогноз по капвложениям был повышен с 85 млрд руб. до 92 млрд руб. с учетом инвестиций в сети 3G на Украине. При этом, на наш взгляд, прогноз рентабельности не выглядит излишне консервативным из-за планируемого роста сегмента сотовой розницы. В ходе телеконференции руководство компании заявило о намерении поддерживать стабильный уровень дивидендов, которые последние два года превышают 50 млрд руб., и о планах снижать капвложения примерно на 5 млрд руб. в год. Помимо этого, менеджмент МТС объяснил целесообразность недавнего приобретения Энвижн Групп у Системы за 15 млрд руб., в первую очередь, желанием интегрировать собственный биллинг, что, по их мнению, будет более эффективно, чем пользоваться услугами сторонних подрядчиков, и что на финансовые результаты это приобретение влияния оказать не должно, что, на наш взгляд, не является очевидным. Наконец, руководство МТС подтвердило интерес к приватизации Telekom Srbija, о чем говорилось в прессе, однако участие в аукционе будет зависеть от его условий, цены и прочих факторов.

По нижней границе годового прогноза выручки и рентабельности и с учетом нового прогноза капвложений, объявленных дивидендов и приобретения Энвижн, свободный денежный поток на конец года должен оказаться отрицательным, в результате чего, долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA должна вырасти, по нашим оценкам, до 1,8х, или 1,3х с учетом финансовых вложений.

Евробонды MOBTEL 20, 23 котируются с премией 30-60 б.п. к кривой Газпрома, которую мы считаем справедливой. Лучшей альтернативой мы считаем AFKSRU 19 (YTM 7,5-7,6%), которые предлагают премию 100 б.п. к кривой МТС. Наша рекомендация от 21 мая 2015 г. покупать АФК Система БО-1 реализовалась: доходность снизилась на 3 п.п. до YTP 12,2% @ август 2016 г. (РЕПО + 120 б.п.), что мы считаем справедливым уровнем.

**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

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

### Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

### Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

### Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

### Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

### Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

### Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



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