

## Пульс рынка

- ▶ **Рублевый "суборд" МКБ (BB-/B1/VB): с нерыночным купоном.** По данным Bloomberg, МКБ разместил рублевый субординированный евробонд на 5 млрд руб. со сроком до погашения 10,5 лет и call-опционом через 5,5 лет (стандартные параметры для "субордов" с условием loss-absorption). Купон на уровне 16,5% годовых, на наш взгляд, не соответствует рынку. Например, долларовой "суборд" CRVKMO 18 (также с loss-absorption, но без call-опциона, что должно транслироваться в дисконт по доходности) котируется с YTM 13,7%, что соответствует рублевой доходности ~22%. На локальном рынке субординированный рублевый выпуск МКБ-18 (без loss-absorption) имеет низкую ликвидность, последние котировки находились на уровне YTM 16,7% @ июнь 2018 г. Мы отмечаем, что достаточность капитала у МКБ находится на комфортном уровне (Н1.0 составил 12,16% на 1 ноября, почти не изменившись с начала года). По-видимому, банк за счет нового выпуска намерен компенсировать амортизацию субординированного долга.
- ▶ **ВТБ (BBB-/Baa3/-): вся прибыль ушла в резервы.** Мы оцениваем отчетность банка по МСФО за 3 кв. негативно: заметное повышение отчислений в резервы (+44% кв./кв.) стало основной причиной резкого снижения чистой прибыли (0,4 млрд руб. против 4,6 млрд руб. во 2 кв.). В сравнении с повышением стоимости фондирования по рыночным инструментам (в среднем с 6,2% до 7,1% годовых) снижение чистой процентной маржи оказалось незначительным (всего на 0,1 п.п. до 4,1%), что стало следствием почти нулевого удорожания ликвидности на клиентских счетах. По нашему мнению, в 4 кв. 2014 г. - 1 кв. 2015 г. может произойти заметное повышение процентных ставок по депозитам, что окажет негативный эффект на маржу (которая может сократиться до уровня стоимости риска, она выросла до 3,4% с 2,5% во 2 кв.). Качество кредитного портфеля ухудшилось: показатель NPL 90+ вырос на 0,1 п.п. до 6%, несмотря на существенный прирост кредитного портфеля (+12,5% кв./кв. до 8 трлн руб.), который был вызван, как мы думаем (разбивка портфеля по валютам не представлена), главным образом, валютной переоценкой (доллар укрепился на 17,1%). В 3 кв. "плохие" кредиты были списаны в размере 18,9 млрд руб. (против 14,8 млрд руб. за 1П). Покрытие резервами составило 1,05x NPL 90+, что не выглядит избыточным, учитывая ухудшение качества кредитов (прежде всего корпоративных, в т.ч. из-за ситуации с Мечелом), а также наличие украинских активов (по нашим оценкам, по ним еще не создан 100% резерв). Несколько компенсировать отчисления в резервы позволила прибыль от валютных операций (5,9 млрд руб. против убытка 3,2 млрд руб. во 2 кв.), а также выручка по небанковской деятельности (14,1 млрд руб. против 6,1 млрд руб. во 2 кв.). Главным образом, по причине переоценки валютных активов общая достаточность капитала сократилась на 0,6 п.п. до 12,2%. Капитал 1-го уровня был усилен (+1,6 п.п. к достаточности) конвертацией "суборда" ВЭБа объемом 214 млрд руб. в привилегированные акции. Принимая во внимание дальнейшее ослабление рубля (в октябре рубль потерял еще 10,2% к доллару) в условиях нулевой прибыльности, мы ожидаем снижения достаточности капитала по итогам 4 кв. еще на 0,6 п.п., что может потребовать докапитализации. На 1 ноября показатель Н1.0 у ОАО ВТБ опустился на 51 б.п. до 10,06% (при допустимом минимуме 10%). Не вызывает удивления обращение банка в Правительство с просьбой предоставить субординированный кредит на 250 млрд руб. из средств ФНБ. На рынке рублевых облигаций выпуски ВТБ не отличаются высокой ликвидностью. Покупка даже коротких бумаг сопряжена с риском еще одного повышения ставок ЦБ до конца года (в т.ч. в случае неудовлетворительной динамики инфляции). Кредитные спреды в евробондах ВТБ остаются расширенными, интерес для покупки могут представлять короткие старые "суборды" VKMOSC 15, которые котируются с YTM 6%.
- ▶ **ФосАгро (BBB-/Baa3/VB+): рентабельность на максимуме за последние 2 года.** Компания опубликовала сильную отчетность по МСФО за 3 кв. 2014 г. на фоне увеличения объемов продаж и роста цен на фосфат-содержащие удобрения, а также ослабления рубля по сравнению со 2 кв. 2014 г. Выручка выросла на 10% кв./кв. до 30 млрд руб., а EBITDA - на 25% кв./кв. до 9,5 млрд руб. за счет меньших темпов роста себестоимости производства и общих и административных затрат, а также сезонного сокращения коммерческих расходов (традиционно большая доля продаж российским фермерам и, соответственно, более низкие транспортные расходы в 3 кв. по сравнению с 2 кв. 2014 г.). Отметим, что рентабельность по EBITDA в 3 кв. 2014 (31,7%) достигла максимального уровня с 3 кв. 2012 г. Помимо повышения прибыли, на чистый операционный поток (+17% кв./кв. до 9,1 млрд руб.) позитивно повлияло продолжающееся сокращение оборотного капитала. При этом инвестиции тоже выросли (+47% кв./кв. до 4,9 млрд руб.), но по-прежнему соответствуют уровню 51% EBITDA (в рамках обещания компании инвестировать не больше половины годовой EBITDA). Чистый долг/EBITDA за квартал вырос с 1,73x до 1,81x за счет переоценки долларового долга (95% всего портфеля). Лучшей альтернативой PHORRU 18 мы считаем выпуск TMENRU 18, который котируется с премией 25 б.п. к нему. Мы рекомендуем покупать спред TMENRU 18 - Russia 18, который сейчас находится вблизи максимума 264 б.п.

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### 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

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

### Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

### Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

### Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

### Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

### Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

### Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

### Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

### Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

## 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
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
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 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](#).