



Мировые рынки

Распродажи евробондов РФ усилились

Несмотря на спокойный внешний фон (в отсутствие новостей американские и европейские индексы акций "топчутся" вблизи максимумов, доходности UST не изменились), продажи российских евробондов усилились: хуже рынка выглядели выпуски Газпрома и Роснефти, прибавившие в доходности 30-40 б.п. (отметим, что в ходе недавнего ралли они выглядели лучше рынка). Также продажи прошли и в суверенных выпусках: так, длинные бумаги Russia 42 потеряли 1,5 п.п. до 97,9% от номинала, при этом G-спред к бондам Бразилии расширился до 55 б.п. (уровень 100 б.п. представляется более адекватным, принимая во внимание санкции и разницу в рейтингах). Основными продавцами выступают локальные банки, сворачивающие carry-trade на ожидании дальнейшего ужесточения условий валютного рефинансирования ЦБ, которое, как мы уже неоднократно писали, банки используют не только для покрытия оттока валютной ликвидности, связанного с погашением внешнего долга. Помимо этого негативное влияние оказывают претензии Европейской комиссии, которые на этой неделе планируется направить Газпрому, в рамках антимонопольного расследования.

Рынок ОФЗ

Аукционы ОФЗ: ожидаем большой спрос на плавающий выпуск

На сегодняшних аукционах Минфин вновь предложит ОФЗ как с плавающим, так и фиксированным купоном: 3-летние 24018 и 4-летние бумаги 26216 в объеме 15 и 10 млрд руб., соответственно. За неделю, прошедшую с прошлого аукциона, на рынке ОФЗ произошла коррекция, в результате которой доходности длинных выпусков сместились вверх на 50 б.п. (сейчас выпуск 26207 котируется с YTM 11%), что стало реакцией на ослабление рубля. При этом наклон суверенной кривой (спред между 2- и 10-летними ОФЗ) почти не изменился. Мы считаем уровень YTM 10,5% для 10-летних ОФЗ справедливым с учетом ожидаемой нами динамики рубля по итогам этого года (ослабление как минимум на 10-15%), как следствие, большого потенциала для ценового роста госбумаг нет. Продолжающееся ослабление рубля (сегодня К. Юдаева заявила о том, что укрепление рубля, связанное с резким движением цены на нефть, закончилось) создает предпосылки для дальнейшей коррекции, прежде всего, длинных ОФЗ. По итогам заседания 30 апреля мы ждем дальнейшего снижения наклона кривой. В этой связи представляет интерес покупка на аукционе 26216 (YTM 11,7%) вместе с продажей длинных 26207, 26216, которые сейчас котируются с YTM 10,9-11%.

Мы по-прежнему рекомендуем покупать выпуск 24018, который котируется на уровне 97% от номинала, что соответствует фиксированной доходности 13,7% (и премии 190 б.п. к классическим ОФЗ), исходя из текущих значений 3-летних IRS (12,46%) и спреда 3M MosPrime - 6M OIS (120 б.п.). Кстати говоря, с момента открытия рекомендации (от 29 января) выпуск 24018 подорожал на 2 п.п., а ставка 3-летнего IRS снизилась на 3,2 п.п. Наша справедливая оценка бумаг соответствует 100% от номинала.

Первичный рынок

Предложение на первичке не заставило себя долго ждать

РусГидро (BB-/Ba2/BB+) сегодня закрывает книгу заявок на покупку 2,5-летних облигаций номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 13,42% - 13,69%. Напомним, что на прошлой неделе 1,5-летние БО АИЖК (BB+/Ba1/-) были размещены с YTP 13,1%. Однако с того момента доходности ОФЗ выросли на 50-60 б.п. Это указывает на справедливую доходность ближе к верхней границе ориентира. Кстати говоря, находящиеся в обращении HYDRRM 15 предлагают YTM 13,6% @ 28 октября.

Рынок корпоративных облигаций

ГПБ: конъюнктура не оставила шансов на прибыль. См. стр. 2

Газпромбанк представил слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г.: чистый убыток составил 22,9 млрд руб. (против прибыли 6,6 млрд руб. в 3 кв.), что привело к убытку и по итогам всего года (13,7 млрд руб.). В сравнении с субордом GPBRU 20 (YTM 8,7) выпуск GPBRU 19 (YTM 8-9%) без loss absorption выглядит недооцененным. Среди рублевых бумаг нам нравится GPBRU 16, который предлагает YTM 14,2%, в то время как большинство выпусков 1-го эшелона уже котируются с доходностями ниже 14%.

X5 Retail Group: дискаунтеры придают ускорение выручке. См. стр. 3

Вчера ритейлер X5 Retail Group (BB-/B1/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2015 г. и провел телефонную конференцию. Компания показала сильные результаты по динамике продаж благодаря своему ключевому формату - дискаунтерам Пятерочка (~70% розничной выручки). Облигации эмитента неликвидны. Лучшей им альтернативой мы считаем недавно размещенные годовые БО-5 О'Кей (Fitch: B+) с YTP 16,37%.

ГПБ: конъюнктура не оставила шансов на прибыль

Ценные бумаги и девальвация обусловили чистый убыток...

... который на уровне капитала 1-го уровня был компенсирован конвертацией суборда от ВЭБа

Ожидаются дополнительные вливания в капитал

Газпромбанк представил слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2014 г.: чистый убыток составил 22,9 млрд руб. (против прибыли 6,6 млрд руб. в 3 кв.), что привело к убытку и по итогам всего года (13,7 млрд руб.). В отличие от 3 кв., когда именно отчисления в резервы оказали основное давление на прибыль (они составили 24,5 млрд руб., превысив чистый процентный доход), в 4 кв. в резервы было направлено всего 8,2 млрд руб. Причиной убытка в 4 кв. стали негативная переоценка портфеля ценных бумаг и операции с иностранной валютой и производными финансовыми инструментами, которые в сумме, по нашим оценкам, составили 21,3 млрд руб. Кроме того, порядка 9,5 млрд руб. ушло на резерв под обесценение непроцентных активов. Позитивным моментом стал мало изменившийся уровень чистой процентной маржи (~3%). Учитывая улучшение рыночной конъюнктуры в 1 кв. 2015 г., можно ожидать компенсацию части убытка 4 кв. за счет положительной переоценки ценных бумаг. Отметим, что в 4 кв. ГПБ перевел ценные бумаги в размере 93 млрд руб. в инвестиционный портфель с удерживанием до погашения, в результате доля бумаг, переоценка которых отражается в P&L, сократилась до 58,8% от всего портфеля финансовых активов (который составляет 424,4 млрд руб.).

Полученный убыток был компенсирован на уровне капитала 1-го уровня эмиссией привилегированных акций в пользу Минфина в объеме 39,95 млрд руб. за счет средств, которые были получены от досрочного погашения субординированного депозита ВЭБа (он был размещен в ГПБ в 2009 г.). Произведенное вливание в капитал, а также фиксация курса рубля на уровне 1 октября 2014 г. для расчета RWA смогла удержать достаточность капитала от снижения: показатели H1.0 и H1.2 составили 12,3% и 8,1%, соответственно (против 11,2% и 7,1% в 3 кв.). В 2015-2016 гг. для банка доступны следующие источники пополнения капитала: 1) АСВ через ОФЗ предоставит в капитал 1-го уровня 125,7 млрд руб. (это увеличит его на треть); 2) ФНБ может выдать до 100 млрд руб. в капитал 2-го уровня с целью финансирования инфраструктурных проектов (первый транш 38 млрд руб. будет получен во 2 кв. 2015 г.).

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Активы	4 768,5	4 044,8	+18%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	3 177,4	2 784,6	+14%
розничные	330,4	318,6	+4%
корпоративные	2 847,0	2 466,0	+15%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,1%	1,2%	-0,1 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	2 867,5	2 474,1	+16%
Собственный капитал	439,0	408,1	+8%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 2)	10,7%	11,5%	-0,8 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	25,3	24,1	+5%
Чистый комиссионный доход	6,3	3,0	+2,1x
Чистая прибыль/убыток	-22,9	6,6	-
Чистая процентная маржа	3,0%	3,1%	-0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Валютная переоценка обусловила рост кредитного портфеля

В 4 кв. 2014 г. общий кредитный портфель банка вырос на 14,1% до 3,18 трлн руб., что является следствием переоценки валютных кредитов (доллар в 4 кв. вырос более чем на 40%), при этом прирост рублевых кредитов составил всего 2,7% до 1,74 трлн руб., а кредиты в долларах США сократились на 16,4% кв./кв. до 20,4 млрд долл. Менеджмент банка отмечает тенденцию к переключению заемщиков с валютного на рублевое кредитование. Объем кредитования ОАО Газпром и его дочерних компаний почти не изменился, составив 68,4 млрд руб.

Розничное кредитование (на 98,4% представлено рублевыми кредитами) увеличилось всего на 3,6% кв./кв. до 330 млрд руб. главным образом за счет ипотеки (+4,5%) и потребительских кредитов (+6%), что, скорее всего, является следствием ажиотажного спроса на недвижимость и

Улучшения качества кредитного портфеля не произошло

импортные товары длительного пользования, наблюдавшегося в декабре прошлого года.

Снижение отчислений в резервы не является следствием улучшения качества кредитного портфеля: показатель NPL 90+ вырос на 13% кв./кв. до 33,4 млрд руб., при произведенных списаниях на сумму 5,15 млрд руб. Продолжившееся увеличение объема кредитов без просрочки, но с признаками обесценения (+39,3% до 388,6 млрд руб.), скорее всего, отражает валютную переоценку. Источниками кредитного риска остаются задолженность Мечела и займы, выданные юрлицам, ведущим бизнес на Украине (по данным менеджмента, они частично структурированы как кредитный риск на Газпром). Мы по-прежнему полагаем, что более чем 4-кратное покрытие NPL 90+ резервами не выглядит избыточным. Менеджмент ожидает, что по итогам 2015 г. стоимость риска не превысит уровень прошлого года (1,8%).

Газпром поддержал ликвидность

Без учета средств Газпрома и его дочерних компаний, которые разместили 268 млрд руб., увеличив общий остаток до 696 млрд руб. (это составляет 16,1% всех обязательств и 24,3% клиентских средств ГПБ), приток на счета клиентов в 4 кв. составил 200 млрд руб., который произошел, скорее всего, лишь в последних числах декабря с приходом бюджетных расходов. С валютных счетов клиенты забрали 2,4 млрд долл., что было компенсировано ликвидностью, привлеченной, по-видимому, у ЦБ, в размере 1,5 млрд долл.

О возникшем (вероятно, в течение декабря) дефиците ликвидности свидетельствует увеличение задолженности перед ЦБ (с 200 млрд руб. до 323 млрд руб. в 4 кв.), главным образом под залог ценных бумаг: в РЕПО оказались бумаги на сумму 161,5 млрд руб. Из общего доступного лимита рефинансирования ЦБ РФ в объеме 612 млрд руб. ГПБ использовал половину, что говорит о низком риске рефинансирования предстоящих в 2015 г. погашений долговых ценных бумаг на сумму 195 млрд руб.

В сравнении с выпуском GPBRU 20 (YTM 8,7) старый суборд GPBRU 19 (YTM 8-9%) выглядит недооцененными. Среди рублевых бумаг нам нравится GPBRU 16, который предлагает YTM 14,2%, в то время как большинство выпусков 1-го эшелона уже котируются с доходностями ниже 14%.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

X5 Retail Group: дискаунтеры придают ускорение выручке

Программа операционных преобразований дает эффект: EBITDA маржа составила 7,2%

Вчера ритейлер X5 Retail Group (BB-/B1/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2015 г. и провел телефонную конференцию. Компания показала сильные результаты по динамике продаж благодаря своему ключевому формату - дискаунтерам Пятерочка (~70% розничной выручки). Снижение покупательской способности населения вынуждает покупателей экономить и отдавать большее предпочтение сетям, предлагающим низкие цены. В результате, малые форматы магазинов с концепцией ценового лидерства продолжают демонстрировать приток потока покупателей.

X5 также указывает на успех в реализации программы по реформатированию магазинов, обновленные магазины после реконструкции демонстрируют более высокие уровни выручки с кв. м.

Вместе с тем, замедление темпов роста инфляции начинает сказываться на темпах роста выручки сети - так, за первые 20 дней апреля прирост розничной выручки X5 составил 26% г./г. (формат дискаунтеров продемонстрировал рост выручки на 34% г./г.).

Хотя ритейлер сохранил большой объем маркетинговых акций для стимулирования покупательской активности, валовая маржа компании осталась на уровне 24,6% (без изменения по сравнению с 4 кв. 2014 г.), что отражает тот факт, что более агрессивное ценообразование было достигнуто преимущественно за счет поставщиков. В частности, об этом свидетельствуют инвестиции в оборотный капитал - прирост запасов и снижение дней отсрочки по платежам поставщикам. Также поддержку валовой марже компании оказали меры по повышению эффективности в логистике и фактор укрепления рубля в конце 1 кв., который положительно повлиял на стоимость закупки импортных товаров.

Общие, коммерческие и административные издержки в 1 кв. снизились до 20,5% от продаж (-0,9 п.п. г./г.), что, главным образом, объясняется эффектом ускорения темпов роста выручки. В частности, расходы на персонал снизились до 8% от выручки (-0,4 п.п. г./г.), поскольку компания пока не проводила индексацию заработной платы сотрудников. В результате, рентабельность по EBITDA в 1 кв. составила 7,2%. Напомним, что по итогам 2015 г. компания планирует удержать этот показатель на уровне прошлого года (7,2%).

На конец марта Чистый долг/EBITDA составил 2,35x. Весь долг ритейлера номинирован в рублях и представлен займами с фиксированной процентной ставкой. Доля краткосрочного долга осталась на уровне ~12%. Эффективная процентная ставка по итогам 1 кв. 2015 г. составила 13,6%. Во время телеконференции менеджмент X5 отметил, что стоимость краткосрочных заемных средств для компании сейчас составляет ~15-15,5% (демонстрируя тенденцию к снижению). При этом стоимость долгосрочных заемных средств составляет 16,8-17%.

Облигации эмитента неликвидны. Лучшей им альтернативой мы считаем недавно размещенные годовые БО-5 О'Кей (Fitch: B+) с УТР 16,37%.

Ключевые финансовые показатели X5 Retail Group

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	182 725	144 167	+27%
Валовая прибыль	44 896	34 646	+30%
Валовая рентабельность	24,6%	24,0%	+0,6 п.п.
EBITDA	13 129	9 796	+34%
Рентабельность по EBITDA	7,2%	6,8%	+0,4 п.п.
Чистая прибыль	4 110	2 469	+66%
Операционный поток	-2 251	-4 632	отр.
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7 820	-4 289	+1,8x
Капвложения	7 429	4 635	+1,6x
Финансовый поток	-10 440	6 135	-

В млн руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	120 619	130 986	-8%
Краткосрочный долг	14 407	15 834	-9%
Долгосрочный долг	106 212	115 152	-8%
Чистый долг	115 516	105 363	+10%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,35x	2,30x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Наталья Колупаева

natalya.kolupaeva@raiffeisen.ru

+7 495 221 98 52

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

Население включило режим экономии

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

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?

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Ликвидность

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

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

ЦБ включает антикризисные механизмы



#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.