

Пульс рынка

- **Американские рынки вновь в эйфории от позитивной статистики.** Новые заказы на товары длительного пользования в апреле выросли на 0,8% м./м. (ожидался спад на 0,8%). Рост обеспечила в основном транспортная компонента (заказы на военные самолеты). Предварительное значение PMI в сфере услуг за май вышло лучше ожиданий. На рынке жилой недвижимости продолжился рост цен (+0,7% м./м. в марте и +6,4% за год) темпами, сильно опережающими инфляцию. Улучшение состояния экономики (в сравнении с 1 кв.) при отсутствии сигналов об ужесточении монетарной политики ФРС не оставило американским рынкам другой возможности, как продолжить игру на повышение: индексы акций (+0,6%) обновили очередные максимумы. Российские евробонды стабилизировались на ранее достигнутых ценовых уровнях, их дальнейшему росту мешает украинский конфликт и вопрос оплаты газа.
- **Минфин заходит в средний сегмент ОФЗ.** Сегодня будут предложены 5-летние ОФЗ 26216 (YTM 8,5-8,6%) на 10 млрд руб. Смещение предложения в среднесрочный сегмент, скорее всего, стало следствием некоторого ухудшения конъюнктуры рынка: бивалютная корзина с начала этой недели укрепилась на 57 копеек до 40,16 руб. Вчера ОФЗ на всей кривой демонстрировали негативную ценовую динамику (подешевев на 50-80 б.п.). Доходность ОФЗ 26212 с аукциона в прошлую среду поднялась на 13 б.п. до YTM 9%. Таким образом, нерезиденты, купившие их на аукционе, получили негативную переоценку не только по позиции, но и по рублю. Мы не ожидаем высокого спроса на аукционе сегодня (от нерезидентов - по причине ослабления рубля, от локальных участников - из-за низких доходностей ОФЗ в сравнении со ставками денежного рынка). Лучшей альтернативой ОФЗ являются корпоративные выпуски 1-го эшелона и субфедеральные облигации.
- **Налоговый период проходит намного легче, чем ожидалось.** Выплата НДС и экспортных пошлин (~300 млрд руб.) 26 мая не привела к росту дефицита ликвидности и повышению краткосрочных ставок (с понедельника - чуть выше 8%). Банки смогли компенсировать этот отток за счет сокращения корсчетов в ЦБ (~200 млрд руб.), прироста депозитов Казначейства (+40 млрд руб.) и небольшого увеличения валютных свопов (+15,4 млрд руб.). В результате их задолженность перед ЦБ не изменилась. То, что ситуация существенно улучшилась, подтверждает и вчерашний аукцион недельного РЕПО ЦБ. Несмотря на сильное снижение лимита с 3,15 трлн руб. до 2,89 трлн руб., банки не полностью выбрали даже его (2,77 трлн руб.). Таким образом, ситуация с ликвидностью в конце мая оказалась заметно лучше, чем в последнюю неделю апреля, когда ставки поднимались выше 8,5%, а РЕПО с ЦБ достигало 3,3 трлн руб. Этому способствовало отсутствие интервенций ЦБ, размещение кредитов 312-П и интенсификация депозитных аукционов Казначейства (стали предлагать средств существенно больше, чем необходимо для погашения). Отметим, что в апреле-мае отток, связанный с операциями Казначейства, полностью прекратился: профицит бюджета и размещения ОФЗ полностью компенсировались депозитами Казначейства и погашениями госбумаг. Мы не исключаем, что в ближайшие месяцы подобная тенденция нейтральности бюджета для ликвидности сохранится. В остальном ситуация будет зависеть от состояния валютного рынка и оставшегося потенциала 312-П. Напомним, что возможное привлечение Сбербанком и ВТБ 200 млрд руб. от ЦБ под взаимные поручительства также должно способствовать смягчению напряженности. Если ситуация будет складываться позитивно, то краткосрочные ставки могут постепенно отдалиться от 8%.
- **Ростелеком: пик долговой нагрузки, вероятно, пройден.** Вчера Ростелеком опубликовал достаточно слабые результаты за 1 кв. 2014 г. Комментарии менеджмента в ходе телеконференции звучали более оптимистично, в частности, относительно проекта ликвидации цифрового неравенства, создания СП с Теле2 (сегодня утром стало известно о переговорах с участниками Большой тройки по поводу аренды частот в Москве) и ожиданий от проектов в Интернете ("первой ласточкой" стал недавно запущенный поисковик Спутник). Долговая нагрузка снизилась с 1,9x Чистый долг/OIBDA на конец 2013 г. до 1,7x, в первую очередь, за счет деконсолидации долга (34 млрд руб.) на СП с Теле2. Мы допускаем, что Чистый долг/OIBDA может увеличиться после полной деконсолидации мобильного бизнеса (в 2013 г. его OIBDA составила 9,2 млрд руб., или 8% от общего показателя), но полагаем, что в абсолютных значениях пик долговой нагрузки уже пройден (особенно если РФПИ подтвердит намерение участвовать в финансировании проекта ликвидации цифрового неравенства). Облигации компании неликвидны, возможность для покупки бумаг телекоммуникационного сегмента может предоставить первичный рынок.

Темы выпуска

- **ВТБ: в нулевой прибыльности виновата не только Украина**
- **МТС: сильные результаты на фоне слабой экономики**

ВТБ: в нулевой прибыльности виновата не только Украина

Маржа сократилась, просрочка выросла Вчера Банк ВТБ (BBB-/Baa2/-), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2014 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. Кредитный портфель вырос на 5,6% до 6,68 трлн руб. (против +5% в 4 кв.), немного опередив рынок (в среднем по системе рост кредитования составил 4,97%). По оценкам менеджмента, чистая процентная маржа в 1 кв. сократилась на 0,2 п.п. кв./кв. до 4,5% при ухудшающемся качестве кредитов: показатель NPL 90+ увеличился на 1,1 п.п. до 5,8%, списания составили всего 0,1% портфеля (против 0,8% кварталом ранее).

Убыток по ценным бумагам и резервы съели прибыль... ВТБ показал почти нулевую чистую прибыль в 1 кв. (против ее рекордного значения в 54,5 млрд руб. в последнем квартале прошлого года), что стало следствием резкого снижения непроцентных доходов с 57,8 млрд руб. до 14,4 млрд руб., которые тогда были связаны с разовыми транзакциями (в т.ч. переоценка приобретений, доход от реализации залогов по просроченным кредитам). Убыток от переоценки торгового портфеля ценных бумаг составил 4,4 млрд руб. Также почти в два раза выросли отчисления в резервы под обесценение кредитов с 24,1 млрд руб. в 4 кв. до 47,6 млрд руб.

... что не прошло незаметно и для достаточности капитала Рост кредитования (RWA +6% кв./кв.) при нулевой прибыльности (ROAE - 0,2%) негативно сказался на достаточности капитала 1-го уровня (-0,6 п.п. до 10,3%). В этой связи обсуждаемая в Правительстве конвертация субординированных кредитов, выданных ВЭБом 17 банкам в 2008-2009 гг., в капитал 1-го уровня (привилегированные акции с дивидендной доходностью 6,5%, равной процентной ставке по кредиту) была бы кстати. По нашим оценкам, достаточность капитала 1-го уровня увеличилась бы вследствие такой конвертации на 2,5 п.п.

Украинский риск реализовался лишь частично По оценкам менеджмента, общее негативное влияние событий на Украине на ВТБ в 1 кв. составило 18 млрд руб. (из них ~6 млрд руб. пришлось на резервы под плохие кредиты). Мы оцениваем общий риск, связанный с украинскими заемщиками (включая частный сектор) посредством 2 банков (АО БМ Банк и ЗАО ВТБ Банк) и лизинговой компании (ПАО "ВТБ-Лизинг"), в ~107 млрд руб. Таким образом, произошло лишь небольшое обесценение этих активов.

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	9 402,3	8 768,5	+7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	6 683,8	6 330,1	+6%
розничные	1 610,1	1 520,8	+6%
корпоративные	5 073,7	4 809,3	+6%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,8%	4,7%	+1,1 п.п.
Средства клиентов	4 928,6	4 341,4	+14%
Собственный капитал	952,4	947,1	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,0%	14,7%	-0,7 п.п.
ROE	0,2%	11,8%	-11,6 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	89,9	89,8	+0%
Чистый комиссионный доход	14,3	16,5	-13%
Операционные доходы	56,7	123,5	-54%
Чистая прибыль	0,4	54,5	
Чистая процентная маржа	4,5%	4,7%	-0,5 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Основной прирост кредитования произошел в корпоративном сегменте... В отличие от предшествующего квартала наибольший прирост кредитования (+5,5% против +4,5% в 4 кв.) произошел в корпоративном сегменте, который занимает 76% портфеля, при этом лидерами по секторам стали обрабатывающая промышленность (+13,7%), металлургия (+7,7%), химическая промышленность (+16,8%) и нефтегазовый сектор (+16%). Рост потребительских кредитов (+5,2%) почти не изменился кв./кв., опережающий темп продемонстрировала ипотека (+8,3%).

... а просрочки - в розничном

Судя по динамике отчислений в резервы (данные о просроченной задолженности в МСФО не раскрываются), основное ухудшение качества кредитов произошло в розничном сегменте (в нем норма резервирования была повышена с 1,9% до 5,5%). Менеджмент отметил, что рост просрочки по кредитам индивидуальным предпринимателям, занимающимся торговлей импортными товарами (учитываются как розничные), вследствие ослабления рубля и стал основной причиной ухудшения. Более половины созданных резервов пришлось на розницу, которая принесла прибыль всего 2,4 млрд руб. при операционном доходе (до отчислений в резервы) в 58,4 млрд руб.

Давление на маржу оказало снижение доходности по кредитам и избыток инвалюты в наличности

В корпоративном кредитовании резервирование выросло, но более умеренно - с 1,3% до 1,9%. По данным менеджмента, в 1 кв. были созданы дополнительные резервы под задолженность группы Мечел, при этом вся задолженность не является просроченной. Все акции Мечела были выведены из залога. Общее покрытие резервами показателя NPL 90+ уменьшилось со 115% до 101%.

Давление на чистую процентную маржу в 1 кв. оказало как продолжающееся снижение доходностей розничных (на 70 б.п. до 15,6%) и корпоративных (на 20 б.п. до 8,8%) кредитов, так и избыток денежных средств в активах (578 млрд руб., или 6,1% активов против 354,3 млрд руб. и 4% в 4 кв. 2013 г.), который, по нашему мнению, обусловлен вложением банка в наличную инвалюту (за счет средств, выведенных из банков-нерезидентов) на опасениях санкций со стороны США/ЕС. Повышать ставки по депозитам банк пока не спешит (средняя ставка по вкладам даже сократилась на 0,3 п.п. до 5,2%).

Утилизация РЕПО на пределе

Портфель ценных бумаг вырос на 14% кв./кв. до 1,16 трлн руб. за счет корпоративных облигаций (+9,9% до 635,25 млрд руб.), при этом объем бумаг в залоге по РЕПО составил 505 млрд руб. (+8,8%). По нашим оценкам, степень утилизации РЕПО у ВТБ близка к 80%, что выше, чем в среднем по системе (~60%), и свидетельствует о дефиците рублевой ликвидности у банка.

В 1 кв. банк увеличил задолженность перед Минфином на 377 млрд руб. до 635,9 млрд руб., что вместе с ликвидностью, получаемой от ЦБ РФ (1,04 трлн руб.), составляет 19,8% от всех обязательств банка. Скорее всего, приток средств клиентов (юрлиц и физлиц) в сумме 210 млрд руб. был номинирован в инвалюте (и осел в денежных средствах).

Евробонды еще имеют премию

На рынке рублевых облигаций выпуски ВТБ не отличаются высокой ликвидностью, лучшей альтернативой являются предложения на первичном рынке (в частности, вчера закрылась книга заявок на покупку 2-летних облигаций ЕАБР-9 с финальным ориентиром по ставке купона 9,65% годовых). В текущих условиях на рынке евробондов мы отдаем предпочтение коротким старым "субордам" VTB 15 и ВКМОСC 15, которые котируются с YTM 4,7-5,25%, они еще не сыграли "украинскую премию". По нашему мнению, недооцененным выглядит "старый" суборд VTB 22 (YTM 6,75%), который предлагает премию около 80 б.п. к кривой старших бумаг эмитента (в частности, VTB 20 котируется с YTM 5,6%). Мы рекомендуем покупать спред VTB 22 - VEBBNC 22.

МТС: сильные результаты на фоне слабой экономики

Вчера компания МТС (BB+/Ba2/BB+) опубликовала сильные финансовые результаты за 1 кв. 2014 г., продемонстрировав неплохую динамику выручки, несмотря на замедление экономик ключевых рынков (России и Украины), и минимальный с 3 кв. 2010 г. уровень долговой нагрузки. Прогноз на 2014 г. был подтвержден с оговоркой на возможное ухудшение экономической конъюнктуры, однако, на наш взгляд, он уже учитывает некоторое замедление роста и, скорее, консервативен, чем агрессивен.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2014	1 кв. 2013	изм.
Выручка	97 562	92 854	+5%
OIBDA	41 451	39 347	+5%
Рентабельность по OIBDA	42,5%	42,4%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	13 025	12 963	+0%
Операционный поток	44 068	36 269	+22%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-32 960	-26 795	+23%
Капвложения	-10 091	-12 498	-19%
Финансовый поток	-4 749	-10 979	+56%

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	221 651	219 148	+1%
Краткосрочный долг	25 046	25 064	-0%
Долгосрочный долг	196 605	194 084	+1%
Чистый долг	145 371	173 903	-16%
Чистый долг/OIBDA LTM*	0,8x	1,0x	

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Внешние факторы не мешают росту выручки

Рост выручки составил 5,1% г./г., что несколько выше верхней границы общего прогноза на 2014 г. (+3-5% г./г.). Сегмент мобильной передачи данных сохранил высокие темпы (+42% г./г.), а прирост выручки от мобильного бизнеса в целом составил 7,2% г./г., что несколько снижает опасения относительно замедления рынка, которые могли возникнуть после слабых результатов VimpelCom Ltd (-3,6% г./г.). При этом, выручка от фиксированного бизнеса сократилась на 1,7% из-за отключения части абонентов в связи с переходом на более дорогую технологию GPON.

Чистый долг/LTM OIBDA на минимуме за 3,5 года за счет опережающего роста свободного денежного потока; в дальнейшем ожидаем стабилизации динамики

Рентабельность по OIBDA повысилась на 0,1 п.п. г./г. до 42,5%, главным образом, за счет увеличения доли высокомаржинального сегмента мобильной передачи данных, в то время как маржа на Украине и в Армении находилась под давлением в связи с ростом выручки ниже уровня инфляции. Чистая прибыль выросла на 0,5% г./г., несмотря на убыток от валютной переоценки в размере 3,8 млрд руб. Капзатраты в 1 кв. 2014 г. составили 10,1 млрд руб., что на 19% ниже уровня 1 кв. 2013 г., а операционный денежный поток увеличился на 22% г./г. за счет изменений в оборотном капитале, в результате чего свободный денежный поток достиг 34,1 млрд руб. (40% г./г.). При этом, руководство МТС подтвердило план по капвложениям в 2014 г. на уровне 90 млрд руб. (отметив, однако, что уровень инвестиций на Украине может быть пересмотрен в сторону снижения в случае замедления роста рынка), что подразумевает некоторое ухудшение динамики свободного денежного потока в дальнейшем.

Столь позитивная динамика свободного денежного потока привела к снижению коэффициента Чистый долг/LTM OIBDA ниже уровня 1,0x, впервые с 3 кв. 2010 г. (до 0,8x). Отметим, что МТС подтвердила намерение заплатить 90 млрд руб. в виде дивидендов в течение 2014-2015 гг., что, по нашим оценкам, должно составить значительную часть свободного денежного потока за этот период. Поэтому, на наш взгляд, дальнейшего сокращения долговой нагрузки ждать не стоит. Также отметим, что во 2П 2014 г. МТС предстоит рефинансировать всего 7,3 млрд руб., что, на наш взгляд, снимает все вопросы относительно краткосрочных рисков ликвидности.

Прогноз на 2014 г. подтвержден, может быть пересмотрен в зависимости от экономической ситуации

Руководство МТС подтвердило ранее данный прогноз на 2014 г. по росту выручки на уровне 3-5% г./г., OIBDA - выше, чем на 2% г./г. При этом, менеджмент заявил, что макроэкономическая ситуация может оказать негативный эффект на деятельность и, как следствие, привести к пересмотру прогноза, но на данный момент причин для изменения компания не видит. Текущий прогноз подразумевает некоторое замедление темпов роста выручки в оставшиеся 9 месяцев 2014 г. и более значительное замедление роста OIBDA, что, на наш взгляд, уже частично отражает ухудшение экономической ситуации.

Выпуски эмитента выглядят дорого

На рынке рублевых облигаций выпуски МТС имеют невысокую ликвидность и с точки зрения уровней, на которых проходят размещения на первичном рынке, выглядят дорого. Из рублевых бумаг телекомов мы предпочитаем рублевый евробонд VIP 18 (YTM 11,2% = ОФЗ + 290 б.п.). На рынке евробондов выпуски МТС не предполагают потенциала для опережающего ценового роста, премия 25 б.п. к кривой Газпрома/Роснефти выглядит заниженной.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

Валютный рынок

Минфин рубль бережет

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

Инфляция

Новые оттенки инфляции

Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

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

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
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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.