

Пульс рынка

- **Ухудшение оценки ВВП США не смогло воспрепятствовать росту рынков.** Одного сокращения числа продолжающих получать пособия по безработице (на 17 тыс. до минимального значения в 2,63 млн) оказалось достаточно для продолжения ралли (S&P прибавил 0,5%). Рынки растут, несмотря на то, что объем чистой прибыли американских компаний в 1 кв. снизился на 1,3% кв./кв., а уточненная оценка по ВВП США за 1 кв. свидетельствует о его спаде на 1% (что связывают с неблагоприятными погодными условиями). По-видимому, ралли будет продолжаться до появления "ястребиных" сигналов со стороны ФРС о том, что мягкая монетарная политика ведет к избыточному накоплению системных рисков (сегодня состоится выступление "ястреба" Ч. Плоссерга).
- **Инфляция: новые "горизонты".** По оценкам замминистра экономического развития А. Клепача, инфляция в июне должна замедлиться до 0,6-0,8% м./м. Однако это не сможет помешать ее ускорению в годовом выражении (до 7,7-7,9%, а, по нашим оценкам, она даже достигнет 8%). Напомним, что ранее ведомство рассчитывало, что на пике инфляция составит 7,5-7,6% к середине года. Исходя из неполных месячных данных за май, к 26 числу рост цен уже достиг 0,8% (0,9% за весь апрель), и существует риск того, что за полный месяц инфляция "пробьет" 1% м./м. Несмотря на то, что во 2П 2014 г. она начнет замедляться под влиянием фундаментальных факторов (поступление нового урожая, "рассеивание" валютного шока), есть вероятность того, что уровень в 6% (новый ориентир ЦБ) по итогам года будет превышен. Даже принимая во внимание, что текущий всплеск инфляции объясняется немонетарными факторами, ЦБ все же может рассматривать их как источники формирования дополнительных устойчивых инфляционных ожиданий. В связи с этим мы не ожидаем снижения ключевой ставки, как минимум, до 4 кв. 2014 г. С другой стороны, учитывая, что в мае приостановилось ускорение роста цен по целому ряду продовольственных товаров (плодоовощной, молочной, рыбной продукции), мы полагаем, что регулятор воздержится и от повышения ставки на июньском заседании.
- **Акרון (-/В+/В1) удалось пройти через оферту с небольшими потерями.** В ходе оферт по выпускам Акרון-4,5 номиналом 7,5 млрд руб. (имевших низкую ликвидность) эмитенту пришлось выкупить бумаги на сумму 1,98 млрд руб. По нашему мнению, это неплохой результат, учитывая новую ставку купона на уровне 10,25% годовых к годовой оферте, что предполагает премию к недавно размещенным бумагам 1-го эшелона в размере всего 80-100 б.п. (несмотря на в разы более высокий коэффициент риска). Таким образом, уровень доходности 10,5% можно рассматривать как нижнюю границу диапазона для бумаг за пределами 1-го эшелона, который мог бы заинтересовать инвесторов на текущем рынке.
- **МегаФон: лучшие результаты в секторе и оптимистичный прогноз.** МегаФон (ВВВ-/Ваа3/ВВ+) опубликовал достаточно сильные результаты за 1 кв. 2014 г., продемонстрировав самые высокие темпы роста и рентабельность в секторе. Рост выручки составил 10,6% г./г., в первую очередь, за счет консолидации Скартела. Тем не менее, по нашим оценкам, без этого эффекта он составил бы 7,2%, что все равно выше показателей других операторов. Рентабельность по OIBDA снизилась на 4,4 п.п. г./г. до 43,4%, что, однако, объясняется, скорее, высокой базой прошлого года, когда МегаФон намеренно перенес значительную часть маркетинговых и общих расходов на 2П. "Ложкой дегтя" стало сокращение чистой прибыли на 43% г./г. из-за убытка от переоценки валютных позиций и роста амортизации вследствие консолидации Скартела. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/OIBDA LTM снизилась с 0,78х на конец 2013 г. до 0,69х. Однако напомним, что в течение года МегаФону еще предстоит осуществить значительную часть капвложений, выплатить дивиденды (как минимум 40 млрд руб.), а также оплатить первую часть сделки по приобретению Скартела (~20 млрд руб.). Прогноз на 2014 г. остался неизменным, несмотря на замедление экономического роста: увеличение выручки на 6-8% г./г., рентабельность по OIBDA - выше 44% и капзатраты - 58-64 млрд руб. Недавно размещенные годовые Мегафон БО-4 котируются с YTM 9,4% (=ОФЗ + 140 б.п.), что является справедливым уровнем. В сегменте телекомов недооцененным выглядит VIP 18 (YTM 11,2%) для тех инвесторов, которым неважно наличие бумаги в Ломбардном списке.

Темы выпуска

- **Сбербанк: в новых реалиях стоимость кредитного риска возросла**
- **ЛУКОЙЛ: проект в Ираке принесет первые 2 млрд долл.**

Сбербанк: в новых реалиях стоимость кредитного риска возросла

Чистая процентная маржа снизилась...

Сбербанк (-/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2014 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Темп роста кредитования замедлился до 6,6% кв./кв. (против +9,5% кв./кв. в 4 кв.), но он был выше рынка (+5%). Розница росла (+4,6%) с отставанием от корпоративного сегмента (+7,4%), что отражает валютную переоценку, а также повышенный спрос компаний на средства российских банков для рефинансирования иностранных обязательств в условиях закрытых внешних рынков. Задолженность перед государством (ЦБ РФ и Минфином) увеличилась всего на 100 млрд руб. (долг перед ЦБ РФ остался на уровне 1,69 трлн руб.) до 2 трлн руб. (11,6% от всех обязательств). Повышение ставок ЦБ РФ, а также избыток иностранной валюты на балансе оказали негативное влияние на чистую процентную маржу (-0,4 п.п. до 5,7%). Менеджмент банка ожидает ее восстановления до >6% во 2П 2014 г.

... а стоимость риска увеличилась в разы

Показатель NPL 90+ в сумме с кредитами, списанными в течение 1 кв., сократился на 3,4% (по отношению к аналогичному показателю 4 кв.) до 470 млрд руб. (3,26% портфеля). Однако объем реструктурированных кредитов продолжил расти (+139 млрд руб. до 1,46 трлн руб.), что не свидетельствует об улучшении качества портфеля. В сравнении с чистой процентной маржой уровень "плохих" кредитов все еще выглядит умеренным (стоимость риска составила 2,2%, против 0,8% в 4 кв.). Снижение ROE (с 20,8% до 15,3%) при относительно высоком темпе кредитования оказало давление на капитал (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 на основе МСФО опустилась на 0,2 п.п. до 10,4%).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	19 109,6	18 210,3	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	14 437,3	13 544,0	+7%
розничные	3 920,0	3 748,0	+5%
корпоративные	10 517,3	9 796,0	+7%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,2%	2,9%	+0,3 п.п.
Депозиты клиентов	9 044,0	8 639,5	+5%
Текущие счета клиентов	3 492,9	3 411,9	+2%
Собственный капитал	1 925,7	1 881,4	+2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,3%	13,4%	-0,1 п.п.
ROE	15,3%	20,3%	-5,0 п.п.
ROA	1,6%	2,1%	-0,5 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	239,6	238,9	+0%
Чистый комиссионный доход	58,0	66,3	-12%
Операционные доходы до резервов	296,0	295,2	+0%
Чистая прибыль	72,9	93,7	-22%
Чистая процентная маржа	5,7%	6,1%	-0,4 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рублевое кредитование не потребовало заметного увеличения задолженности перед государством

Одним из факторов роста корпоративных кредитов стала переоценка кредитов, выданных ранее в иностранной валюте (на их долю приходится 29%): рубль подешевел в 1 кв. на ~9% к доллару и евро. Прирост кредитования по валютам составил: в долларах - 2,3% (до 71 млрд долл.), в евро - 10% (до 12,5 млрд евро.), в рублях - 4,25% (до 9,77 трлн руб.). Финансирование рублевых кредитов (296 млрд руб.) было осуществлено в основном за счет избытка денежных средств, накопленных в конце прошлого года, их объем сократился на 223,2 млрд руб., а также МБК (-123 млрд руб.). Приток инвалюты на депозиты физлиц оказался выше, чем отток в валютное кредитование.

Появились признаки дальнейшего ухудшения качества кредитов

Показатель NPL 90+ по корпоративным кредитам в абсолютном выражении увеличился на 14,2% до 332 млрд руб. (~3,16% сегмента). Кроме того, появились признаки ухудшения качества корпоративного портфеля, которые могут реализоваться уже во 2 кв.: показатель NPL 1-90 почти удвоился (с 111,2 млрд руб. на конец 2013 г. до 225,8 млрд руб.), составив 2,15% сегмента. В этой связи резерв (5,1%), покрывающий NPL 90+ на 163%, не выглядит избыточным. В розничном сегменте показатель NPL 90+ также вырос в абсолютном выражении на 20% (и до 3,26% в относительном) при списаниях в 2,5 млрд руб. (против 9,9 млрд руб. в 4 кв.). Однако и здесь присутствуют признаки ухудшения качества: просрочка NPL 1+ (по потребкредитам, ипотеке, кредитным картам, автокредитам) подскочила на ~25% (в потребительском сегменте на 28%). Резервы в полном объеме покрывают NPL 90+ в сегментах необеспеченного кредитования физлиц. Несмотря на рост NPL 1-90 дней, менеджмент банка не ожидает дальнейшего роста стоимости риска до конца этого года (то есть текущий уровень отчислений в резервы адекватно отражает кредитный риск и качество залога по проблемным кредитам).

Убыток по ценным бумагам оказался не таким большим

В 1 кв. 2014 г. портфель ценных бумаг (из которых 72% - инвестиционный портфель) почти не изменился, составив 2,13 трлн руб., при этом из РЕПО было высвобождено 132 млрд руб. (порядка 10% от бумаг, находившихся в залоге). По нашим оценкам, степень утилизации РЕПО составляет 55-60% (68% ОФЗ находится в залоге). Позиция Сбербанка в ОФЗ немного сократилась до 906 млрд руб., что составляет 25% рынка госбумаг и превышает позицию всех нерезидентов (815 млрд руб. на 1 апреля, или 22,4%). По торговому и инвестиционному портфелям ценных бумаг был получен убыток 42,6 млрд руб., из него в P&L отразилось лишь 4,4 млрд руб. (остальное - в капитале). Мы ожидали несколько большего негативного влияния эффекта (50-100 млрд руб.).

Средства от корпоративных клиентов позволили компенсировать отток рублевых вкладов

В 1 кв. наблюдался значительный приток средств на счета клиентов (как физлиц, так и корпораций) в иностранной валюте (4 млрд долл. и 2 млрд евро), что сопровождалось увеличением инвалюты в денежных средствах и их эквивалентах (на 4,8 млрд долл. и 2,2 млрд евро). Чистая позиция по доллару на балансе увеличилась с 90 млрд руб. до 206 млрд руб. По нашему мнению, банк способен исполнить краткосрочные обязательства перед нерезидентами за счет свободного объема инвалюты на балансе. Переток вкладов физлиц (-296 млрд руб.) в инвалюту был компенсирован притоком рублевых средств от корпоративных клиентов (+433 млрд руб.), который позволил в 1 кв. избежать Сбербанку дефицита рублевой ликвидности (в отличие от других крупных госбанков).

Бонды Сбербанка выглядят дорого

Наша рекомендация от 28 марта покупать CAT 15 с YTM 10% против продажи SBER 16 реализовалась: премия между бумагами превратилась в дисконт 25 б.п. В настоящий момент выпуск SBER 16 со спредом 130 б.п. к суверенной кривой выглядит дорого, лучшей ему альтернативой являются евробонды GPBRU 15, 16, которые котируются с YTM 10,3% и YTM 10,8% (=ОФЗ +220-250 б.п.). На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков мы рекомендуем покупать старые "суборды" VTB 15 (@5,04%), VTB 22 (@6,95%), VKMOSC 15 (@5,97%).

ЛУКОЙЛ: проект в Ираке принесет первые 2 млрд долл.

ЛУКОЙЛ на пике инвестиционного цикла

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB) опубликовал относительно неплохие результаты за 1 кв. 2014 г. Существенную поддержку оказало резкое ослабление рубля, но стоит отметить и работу менеджмента по контролю над расходами, что в сумме привело к улучшению рентабельности. Значительное сокращение капитальных вложений позволило вывести свободный денежный поток в положительную зону. Однако мы ожидаем его падения и повышения долговой нагрузки в будущем: компания находится на пике инвестиционного цикла и одновременно продолжает увеличивать дивидендные выплаты. Некоторую финансовую поддержку может оказать зарубежный проект компании в Ираке. По прогнозам менеджмента, до конца текущего года ЛУКОЙЛ может получить до 2 млрд долл. от проекта Западная Курна-2.

Ключевые финансовые показатели ЛУКОЙЛа

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2014	1 кв. 2013	изм.
Выручка	35 681	35 892	-1%	35 681	33 770	+6%
ЕБИТДА	4 582	4 282	+7%	4 582	4 754	-4%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,8%	11,9%	+0,9 п.п.	12,8%	14,1%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	1 733	42	+433x	1 733	2 581	-33%
Чистая рентабельность	4,9%	0,1%	+4,8 п.п.	4,9%	7,6%	-2,7 п.п.
Операционный поток	3 292	3 531	-7%	3 292	3 842	-14%
Капитальные вложения	-3 113	-4 535	-31%	-3 113	-4 065	-23%
Свободный денежный поток	179	-1 004		179	- 223	
в млн долл., если не указано иное				31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				12 178	10 821	+13%
Краткосрочный долг				1 321	1 338	-1%
Долгосрочный долг				10 857	9 483	+14%
Чистый долг				9 625	8 746	+10%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				0,54x	0,49x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Падение добычи в Западной Сибири ускорилось

За прошедший квартал ЛУКОЙЛ сохранил суточную добычу жидких углеводородов практически на прежнем уровне - 1,8 млн барр./сутки, но из-за более короткого квартала суммарный показатель за период упал на 2,4% кв./кв. Мы отмечаем, что падение суточной добычи на зрелых месторождениях Западной Сибири ускорилось в 1 кв. 2014 г. до 2,1% кв./кв. с 0,7% в 4 кв. 2013 г. Вероятно, компания вновь увеличит объемы бурения для минимизации темпов падения. Производство нефтепродуктов упало на 4% кв./кв. до 15,57 млн тонн, что является следствием сезонного фактора (показатели соответствуют уровню 1 кв. 2013 г.). Объем реализации нефтепродуктов сократился на 2,9% кв./кв. до 28,2 млн тонн.

Цены на нефть сократились на 1,2% кв./кв.

Падение продаж нефтепродуктов и снижение мировых цен на нефть марки Urals (-1,2% кв./кв.) не позволили компании удержать выручку на уровне прошлого квартала. Некоторую поддержку оказало увеличение реализации сырой нефти (+10% кв./кв.). В результате выручка снизилась лишь на 0,6% до 35,7 млрд долл.

Ослабление рубля поддержало рентабельность

Значительное ослабление рубля в 1 кв. 2014 г. поддержало рентабельность, а дополнительный контроль над расходами позволил увеличить показатель ЕБИТДА на 7% кв./кв. до 4,6 млрд долл., рентабельность по этому показателю выросла с 11,9% в 4 кв. 2013 г. до 12,8% в 1 кв. 2014 г. Стоит отметить сокращение операционных расходов на 11,4% до 2,3 млрд долл. и существенное снижение административных и коммерческих расходов (на 17% до 856 млн долл.).

**ЛУКОЙЛу
потребуется средства
для финансирования
инвестиционной
программы**

Капитальные вложения (с учетом затрат на приобретение лицензий) сократились на 31% кв./кв. до 3,1 млрд долл., что, скорее, связано с эффектом высокой базы. Так, CAPEX в 4 кв. 2013 г. вырос на 24% кв./кв. Мы отмечаем достаточно низкий уровень капитальных вложений в проект Западная Курна-2 в Ираке (снизились на 36% кв./кв. и на 18% г./г. до 376 млн долл.), тогда как менеджмент прогнозировал объем инвестиций в проект на уровне прошлого года (~2 млрд долл.). В связи с этим, возможно, стоит ожидать опережающего роста в последующие кварталы.

Благодаря низкому уровню капвложений ЛУКОЙЛу удалось продемонстрировать положительный свободный денежный поток в размере 179 млн долл. Напомним, ранее менеджмент прогнозировал пиковый уровень инвестиций в 2014 г. в размере до 20 млрд долл. Как мы думаем, для их финансирования и выплаты дивидендов компании придется привлекать заемные средства, т.к. собственных средств, скорее всего, будет недостаточно. По нашим оценкам, максимальная потребность в дополнительном финансировании может составить 3 млрд долл., однако, мы полагаем, что в реальности сумма будет меньше, учитывая замедление капитальных вложений в 1 кв. 2014 г. Принимая во внимание тот факт, что текущая долговая нагрузка ЛУКОЙЛа (0,54x Чистый долг/ЕБИТДА) - одна из самых низких в отрасли, мы не считаем, что привлечение нового долга негативно скажется на кредитном профиле компании. Кроме того, в 2015-2016 гг. стоит ждать сокращения инвестпрограммы.

Длинные еврооблигации ЛУКОЙЛа выглядят дороговато относительно бумаг Роснефти и Газпрома. Мы рекомендуем покупать среднесрочные TMENRU 18 (YTM 4%), которые несут премию 30 б.п. к LUKOIL 18.

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.