



31 июля 2015 г.

Мировые рынки

Данные по ВВП США, скорее всего, не повлияют на монетарную политику

Данные по ВВП США за 2 кв., представлявшие наибольший интерес среди остальной макростатистики, оказались хуже ожиданий (+2,3% против предполагаемых +2,9%), однако не настолько, чтобы стать причиной для пересмотра текущего курса монетарной политики ФРС. Кроме того, в сторону улучшения были пересмотрены данные за 1 кв.: вместо снижения на 0,2% был зафиксирован рост на 0,6%. Основной вклад вносят внутренние инвестиции и потребление, в то время как негативное влияние оказывают иностранные инвестиции и сокращение госрасходов. Китайскому рынку не удалось найти равновесие: индекс SHCOMP просел на 1,13%. О преобладании негативных настроений, которые приводят к оттоку спекулятивного капитала с рынков, свидетельствует снижение доходностей UST (на 4 б.п. до 2,26% для 10-летних бондов), а также укрепление доллара (индекс DXY вырос с 96,98 до 97,58 пунктов).

По-видимому, сильный доллар стал причиной снижения цен на нефть (котировки Brent вновь опустились ниже 53 долл./барр.), как следствие, сегодня, скорее всего, произойдет ценовое снижение российских евробондов. Также негативный фон создает косметическое расширение санкций со стороны США. Несмотря на слабую конъюнктуру рынка, банку АК БАРС (-/B1/BB-) удалось привлечь на рынке евробондов 350 млн долл. со ставкой полугодичного купона 8% годовых, что не предполагает какой-либо премии ко вторичному рынку. Возможно, эмитент привлеч средства для предстоящего в ноябре погашения АКВРРУ 15 номиналом 500 млн долл. Мы позитивно оцениваем факт размещения, однако говорить о том, что для российских эмитентов первичный рынок открылся, еще рано.

Рынок ОФЗ

Нефть не оставляет шанс ОФЗ

Возвращение цен на нефть к локальным минимумам потянуло за собой и рубль, который вернулся к локальным максимумам по отношению к доллару. Таким образом, приостановка валютных интервенций ЦБ не привела к снижению влияния волатильности сырьевого рынка на курс рубля. Рынок ОФЗ сегодня открылся снижением котировок (на 70 б.п. по среднесрочным и длинным выпускам), негативное влияние оказывают и неопределенности относительно решения ЦБ РФ по ключевой ставке. В случае если ЦБ сделает паузу в своем цикле снижения ставок, в моменте рынок ОФЗ может вновь скорректироваться в район УТМ 11%, при этом уровни выше УТМ 11,5% мы бы рассматривали как возможность для открытия длинных позиций вместе с покупкой ХССУ.

Рынок корпоративных облигаций

ВТБ усилил свою позицию по капиталу

Вчера ВТБ сообщил о доэмиссии привилегированных акций объемом 307,4 млрд руб. в пользу АСВ в рамках программы по докапитализации через ОФЗ. На данном МСФО, в конце 1 кв. капитал 1-го уровня составлял 980,5 млрд руб., как следствие, это вливание в капитал позволит повысить капитал на 31,3% и его достаточность - на 2,65 п.п. (до 12,35% по МСФО). В результате снижается вероятность loss absorption по субординированным бондам ВТБ. Отметим, что в 1 кв. отчисления в резервы (48,4 млрд руб.) полностью съели чистый процентный доход (46,1 млрд руб.), при этом чистый убыток составил 17,3 млрд руб. Во 2 кв. мы ждем повышения чистого процентного дохода за счет более низкой стоимости фондирования (следствие снижения ключевой ставки и погашения относительно дорогих депозитов, привлеченных в конце прошлого года). Однако возвращения прибыльности на уровень начала 2014 г. мы не ждем по причине низкого качества кредитов (вследствие замедления экономики). По нашему мнению, недооцененным выглядит старый суборд ВКМОСЦ 17 (УТМ 6,73%), который имеет избыточную премию 175 б.п. к старшим бумагам ВТБ 17.

Мегафон: сильные результаты в преддверии роста расходов. См. стр. 2

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BB+) опубликовал сильные результаты за 2 кв. 2015 г. Запас ликвидности на счетах МегаФона составляет почти 80 млрд руб., что вкупе с ожидаемым операционным денежным потоком до конца года (45-50 млрд руб.) полностью покрывают потребности в инвестиционных и финансовых расходах (краткосрочный долг - 49 млрд руб.). Мы ожидаем, что к концу года коэффициент Чистый долг вернется в диапазон 1,2х-1,3х OIBDA (с текущих 0,9х). Рублевые облигации Мегафон-6,7 котируются на уровне УТМ 12% к оферте в марте 2018 г., что соответствует, по нашему мнению, справедливой премии 120 б.п. к кривой ОФЗ. Альтернативой бумагам Мегафона могут служить годовые БО-10 Магнита с УТМ 11,8% (=ОФЗ + 160 б.п.).

МегаФон: сильные результаты в преддверии роста расходов

Вчера МегаФон (BB+/Ba1/BB+) опубликовал сильные результаты за 2 кв. 2015 г., продемонстрировав замедление снижения выручки и рост рентабельности, но подтвердил достаточно консервативный прогноз на 2015 г. Долговая нагрузка снизилась, однако с учетом годового прогноза, который подразумевает, что основная часть расходов придется на вторую половину года, мы ожидаем, что к концу года коэффициент Чистый долг/OIBDA вернется в диапазон 1,2х-1,3х.

Ключевые финансовые показатели Мегафона

В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2015	2 кв. 2014	изм.
Выручка	76 141	76 666	-1%
OIBDA	34 737	34 298	+1%
Рентабельность по OIBDA	45,6%	44,7%	+0,9 п.п.
Чистая прибыль	13 001	13 886	-6%
Операционный поток	26 746	21 729	+23%
Инвестиционный поток, в т.ч.	14 942	-50 194	-
Капвложения	-11 750	-11 984	-2%
Финансовый поток	-17 807	15 210	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	191 435	213 606	-10%
Краткосрочный долг	49 037	56 925	-14%
Долгосрочный долг	142 398	156 681	-9%
Чистый долг*	129 470	175 212	-26%
Чистый долг/OIBDA LTM**	0,9х	1,3х	-

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

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сильная динамика в сегменте мобильной передачи данных замедлила снижение выручки и поддержала рентабельность

Снижение выручки во 2 кв. 2015 г. замедлилось и составило -0,7% г./г. против -1,2% г./г. в 1 кв. 2015 г., в первую очередь, за счет ускорения роста выручки от передачи данных, который составил +21% г./г. против 10% г./г. в 1 кв. 2015 г. Также стоит отметить прирост абонентской базы на 1,9 млн чел. после снижения на 230 тыс. абонентов в 1 кв. 2015 г. По словам менеджмента, такая динамика абонентской базы вызвана высоким качеством услуг связи, запуском нового позиционирования бренда, восстановлением партнерства со Связным и самым низким уровнем оттока абонентов за несколько лет. Благодаря мобильному интернету выручка от услуг мобильной связи выросла на 0,6% г./г., впервые с 3 кв. 2014 г. Тем не менее, сложная экономическая ситуация в России обусловила снижение выручки от фиксированной связи (-1,4% г./г.) и сотовой розницы (-20% г./г.), что и привело к сокращению консолидированной выручки. Однако рост в высокомаржинальном сегменте мобильной передачи данных и снижение в низкомаржинальной рознице привели к увеличению рентабельности по OIBDA на 0,9 п.п. г./г. до уровня 45,6%. Чистая прибыль снизилась на 6% г./г. из-за снижения доходов от валютной переоценки, а капвложения сократились на 2% г./г. до 11,8 млрд руб. Благодаря погашению долга (-10% кв./кв.) и увеличению накопленных денежных средств (+61% кв./кв. из-за перевода средств с депозитов), долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM OIBDA снизилась до 0,9х с 1,3х кварталом ранее.

Второе полугодие обещает быть тяжелым

Несмотря на достаточно сильные результаты, особенно в части рентабельности, прогноз на 2015 г. остался консервативным: менеджмент ожидает стабильной выручки по сравнению с 2014 г., рентабельность по OIBDA - на уровне 40% и выше и капвложения - ~65 млрд руб. Таким образом, для реализации прогноза рентабельности по OIBDA по нижней границе она должна составить 36% во втором полугодии, что, на наш взгляд, выглядит чересчур консервативно. В ходе телефонной конференции руководство объяснило столь осторожные ожидания по рентабельности ростом конкуренции, который также влечет за собой увеличение

Ожидаем Чистый долг/OIBDA на уровне 1,2-1,3х к концу года

затрат на рекламу, переносом части операционных затрат с 1 полугодия на второе, а также ожиданиями дальнейшей девальвации рубля в 4 кв. 2015 г. Компания также по-прежнему планирует выплатить как минимум 40 млрд руб. в качестве дивидендов в 2015 г., из которых 10 млрд руб. будут выплачены в 3 кв. 2015 г., а вопрос о выплате оставшейся суммы будет обсуждаться Советом директоров в конце октября.

Прогноз результатов МегаФона на 2015 г. подразумевает значительный рост расходов во второй половине года: компании предстоит потратить свыше 80 млрд руб. на инвестиции и дивиденды, а прогноз OIBDA по нижней границе составляет 60 млрд руб., таким образом, коэффициент Чистый долг/OIBDA должен вернуться в диапазон 1,2-1,3х. Отметим, что запас ликвидности на счетах МегаФона составляет почти 80 млрд руб., что вкупе с ожидаемым операционным денежным потоком до конца года (45-50 млрд руб.) полностью покрывают потребности в инвестиционных и финансовых расходах (краткосрочный долг - 49 млрд руб.).

Рублевые облигации Мегафон-6,7 котируются на уровне YTP 12% к оферте в марте 2018 г., что соответствует, по нашему мнению, справедливой премии 120 б.п. к кривой ОФЗ. Альтернативой бумагам Мегафона могут служить годовые БО-10 Магнита с YTP 11,8% (=ОФЗ + 160 б.п.).

Сергей Либин
sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

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.