

Пульс рынка

- **Рынки выработали иммунитет к страху.** Похоже, рынки перестали реагировать на риски, источники которых находятся за пределами ведущих экономик мира. Судя по продолжающемуся росту индексов акций, инвесторы уверены в том, что кризис еврозоны и, в частности, кипрские "заморозки", а также ситуация в Северной Корее не вызовут проблем глобального характера. Причиной такой уверенности является раздача ФРС "бесплатных" денег, а также неплохая макростатистика по США: опубликованное в пятницу значение индекса потребительской уверенности за март оказалось выше ожиданий.
- **Вероятность снижения ЦБ ставок уже завтра высока.** В пользу этого говорит ряд факторов. Во-первых, опережающие индикаторы, выявившие стагнацию инвестиций и значительное сокращение темпов роста оборота розничной торговли, указывают на то, что замедление роста экономики в 1 кв. может оказаться сильнее (до <2% против ожидаемых нами 2% в 4 кв. и 4,4% в 1П 2012 г.), чем можно было предполагать, основываясь только на статистических эффектах (высокая база 1 кв. 2012 г.). Во-вторых, как мы и предполагали, после всплеска до 7,3% в феврале, в марте началось некоторое замедление инфляции (до 7,2%). По нашим оценкам, оно продолжится в дальнейшем, а С. Игнатьев говорил, что ЦБ может начать снижать ставки по мере ослабления инфляции. Более того, базовая инфляция, которая важна для регулятора для оценки монетарных инфляционных рисков, по предварительным расчетам, стабилизировалась. Мы уже давно ожидаем начала смягчения монетарной политики в апреле. А недавние заявления замминистра МЭР А. Клепача, о том, что ЦБ может снизить ставки в апреле-мае, а также признание того, что без смягчения денежно-кредитной политики не добиться улучшения экономической ситуации, лишь убеждают нас в возможности снижения ставок уже на предстоящем заседании ЦБ. Общий потенциал снижения во 2 кв. мы по-прежнему оцениваем минимум в 50 б.п., после чего они, скорее всего, останутся неизменными до конца года. Снижение за пределами 2 кв. видится нам менее обоснованным, учитывая, что меры ЦБ сказываются на росте экономики с существенной задержкой.
- **Метаморфозы денежного рынка.** Всплеска о/п ставок до 6,5% на пике налоговых выплат в конце марта удалось избежать, хотя предпосылки для этого были. Одним из факторов риска оставалась жесткая лимитная политика ЦБ. Нас удивило, что когда после оттока в 285 млрд руб. с налогами в прошлый понедельник, ЦБ во вторник сократил о/п лимиты втрое на 160 млрд руб., банки не отреагировали сопоставимым ростом задолженности по недельному РЕПО, а напротив, сократили ее на 66 млрд руб., да еще и погасили свопы на 32 млрд руб., и это накануне следующего налога. Это стало возможно только благодаря неожиданному встречному притоку из бюджета на 155 млрд руб. Активные погашения в среду еще более необычны, если учесть, что в четверг предстояло завершение уплаты налога на прибыль, а он в силу расчетов за предыдущий год и 1 кв. в марте мог достигать 400 млрд руб. И если бы не ЦБ, который предусмотрительно расширил о/п лимиты до 410 млрд руб. (банки выбрали их в полном объеме), мы бы все же наблюдали всплеск ставок. Мы ожидаем, что в ближайшие дни ситуация выправится, и короткие ставки опустятся ниже 6% благодаря притоку бюджетных средств, но наблюдаемые с начала года перекосы на денежном рынке добавляют неопределенности при прогнозировании уровня ставок.
- **Во 2 кв. Минфин планирует разместить ОФЗ в объеме 300 млрд руб.** (220 млрд руб. - длинные бумаги), что сопоставимо с планом на 1 кв. (306 млрд руб.) и составляет 1/4 годового плана. На наш взгляд, такой объем полностью отражает высокую потребность в заимствованиях ведомства на этот год (до 1,2 трлн руб.). Необходимость размещений во 2 кв. будет еще выше, учитывая напряженную ситуацию с исполнением бюджета, и то, что из-за вынужденных погашений в 1 кв. чистое размещение ОФЗ оказалось отрицательным (193 млрд руб. было размещено (63% квартального плана) и 298 млрд руб. - погашено). Несмотря на это, доходности госбумаг, напротив, заметно выросли (в среднем на 20-40 б.п., так, доходность 14-летних ОФЗ 26207 увеличилась с 6,9% до 7,35%). Как следствие, увеличение чистого размещения (погашений ОФЗ во 2 кв. нет) станет еще одним фактором (помимо дефицита ликвидности и инфляционных рисков) давления на цены госбумаг. Мы сохраняем свою рекомендацию продавать ОФЗ в пользу негосударственных бумаг 1-го эшелона.

Темы выпуска

- **НОМОС: в приоритете кредитный рост, а не маржинальность?**
- **Распадская: под влиянием негативной конъюнктуры**

НОМОС: в приоритете кредитный рост, а не маржинальность?

Нейтральные результаты

НОМОС Банк (-/Ba3/BV) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Кредитный портфель за 4 кв. вырос на 7,5% до 612,5 млрд руб., близко к темпу кредитования в 3 кв. Показатель NPL 90+ снизился на 0,2 п.п. до 2,0%, что на 180% покрывается резервами. Негативным моментом представленных результатов стало продолжившееся сокращение чистой процентной маржи (еще на 0,4 п.п.) до 4,6%. Однако это было компенсировано получением дохода от валютных операций (940 млн руб. против убытка 740 млн руб. в 3 кв.). В результате чистая прибыль выросла на 62% кв./кв., а прибыльность активов составила 2,0% (+0,6 п.п.). Прирост кредитного портфеля (+31% г./г.) темпами, опережающими рентабельность капитала (ROAE = 17,6%), привел к снижению достаточности капитала 1-го уровня с 11,1% в 3 кв. до 10,8%. На 1 марта 2013 г. показатель Н1 составил 11,22%.

Новой информации в отношении планируемой консолидации акций НОМОСа на балансе ФК Открытие предоставлено не было. Напомним, что в августе 2012 г. ФК Открытие приобрела 19,9% обыкновенных акций НОМОС Банка и в настоящий момент получила согласие владельцев 58,65% капитала банка продать свои акции. После получения одобрения от ЦБ РФ ФК Открытие сможет консолидировать 94,62% обыкновенных акций банка.

Ключевые финансовые показатели НОМОС Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	899 903	771 690	+17%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	612 466	570 060	+7%
физ. лицам	92 905	84 044	+10%
юр. лицам	519 561	486 016	+7%
NPL 90+/Кредитный портфель	2,0%	2,2%	-0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	63 763	63 309	+1%
Депозиты клиентов	364 908	308 093	+18%
Собственный капитал	90 361	86 982	+4%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,3%	16,2%	+0,1 п.п.
ROAE	18,3%	18,5%	-0,2 п.п.
В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	8 495	7 951	+7%
Чистый комиссионный доход	2 217	2 122	+4%
Операционные доходы	11 043	8 324	+33%
Расходы/доходы	48,8%	53,8%	-5 п.п.
Чистая прибыль	4 153	2 569	+62%
Чистая процентная маржа	4,6%	5,0%	-0,4 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Сокращение доли МСБ в портфеле оказало негативное давление на NIM

Прирост кредитования юрлиц на 6,9% кв./кв. до 519,6 млрд руб. произошел за счет увеличения объема корпоративных кредитов (+9,8% до 425 млрд руб.), в то время как объем операций РЕПО, которые учитываются в кредитном портфеле (в рамках брокерских и дилинговых операций), сократился на 5,9% до 49,3 млрд руб. Также спад кредитования зафиксирован в наиболее доходном сегменте МСБ (на 5%) до 39,4 млрд руб. (7,6% в портфеле юрлиц), что, по-видимому, и оказало давление на чистую процентную маржу. Объем кредитов связанным сторонам снизился с 8,1% в 3 кв. 2012 г. до 5,3%.

Экспансия в рознице (+10,5% кв./кв. до 93 млрд руб.) происходила темпами выше рынка (+7,8%). При этом в отличие от 1П 2012 г. ключевым сегментом роста стало ипотечное кредитование (+13% до 38 млрд руб.), его доля в розничном бизнесе составила 42%. В результате доля розничного сегмента в портфеле выросла до 15,2% (+1,6 п.п. с начала года).

Без признаков ухудшения качества кредитов

Учитывая невысокий запас капитала, а также переход к стандартам Базель-3, в этом году банку, скорее всего, придется замедлить темпы кредитования до уровня ROE.

Объем кредитов с признаками существенного ухудшения качества (включая, в частности, просрочку) в корпоративном сегменте увеличился на 3,4% до 14,9 млрд руб., что полностью покрывается резервами (18,3 млрд руб.). В сегменте МСБ проблемные кредиты, напротив, сократились на 17% до 2,4 млрд руб., их покрытие резервами составляет 82%. Также мы не отметили признаков ухудшения кредитного качества розничного портфеля.

Приток ликвидности, по-видимому, произошёл лишь в конце декабря

Притока клиентских средств (+58 млрд руб. до 472 млрд руб.) оказалось достаточно для финансирования кредитования (+41 млрд руб.). Однако мы не исключаем, что большая часть притока депозитов традиционно произошла в последних числах декабря, поэтому прирост кредитования внутри квартала был обеспечен в основном за счет привлечения РЕПО и МБК (+81 млрд руб.). Объем ликвидных активов (денежных средств и размещенных МБК) увеличился на 55 млрд руб. и 27 млрд руб., соответственно.

Доля госсредств в обязательствах превысила 10%

Несмотря на высокий приток клиентских средств в 4 кв., ликвидная позиция банка не улучшилась: доля МБК и РЕПО в обязательствах превышает 25%. По нашим оценкам, 65% всего портфеля ценных бумаг банка находится в залоге по РЕПО, что свидетельствует о низком запасе инструментов для получения дополнительного рефинансирования (если накопленная ликвидность в 1 кв. была направлена на кредитование, а не на снижение привлеченного РЕПО). Доля государственных средств (ЦБ и Казначейства РФ) превысила 10% в обязательствах, по этому показателю банк близок к Сбербанку. Объем долговых ценных бумаг к погашению в 2013 г. составляет 35 млрд руб., что может быть осуществлено за счет денежных средств (51 млрд руб.). По нашему мнению, НОМОС имеет высокую потребность в привлечении оптовых источников ликвидности.

Бонды NOMOS 19 выглядят дешево в сравнении с PSB 19

Мы рекомендуем покупать субординированный бонд NOMOS 19 (YTM 8,6%) в рамках реализации идеи сужения спреда "старых" субордов к старшим выпускам. Кроме того, бонды NOMOS 19 торгуются почти с нулевым спредом к "суборду" PSB 19, что мы считаем несправедливым, учитывая более слабое, на наш взгляд, кредитное качество ПСБ (ниже рентабельность и достаточность капитала). Краткосрочные рублевые облигации НОМОС-11, котирующиеся на уровне YTM 8,8-9,0% @ июль 2014 г., являются неплохим выбором из бумаг 2-го эшелона для удержания до погашения.

Короткие рублевые облигации интересны

Распадская: под влиянием негативной конъюнктуры

Слабые результаты 2П 2012 г. обусловлены неблагоприятной конъюнктурой

Распадская (-/B1/B+), один из крупнейших российских производителей коксующегося угля, опубликовала слабые финансовые результаты по МСФО за 2П 2012 г. и весь 2012 г., которые отражают неблагоприятную конъюнктуру на рынке коксующегося угля и стали. В связи с падением спроса (из-за перепроизводства на мировом рынке и, что наиболее важно - сокращения спроса со стороны Китая) снижение цен реализации как в РФ (-18% п./п.), так и на международных рынках (до -40% п./п.) продолжилось во 2П 2012 г. Однако в этот период компания смогла увеличить объемы продаж относительно 1П (+17% п./п.), в том числе и на экспорт (+80% п./п.), в частности в азиатский регион (Южная Корея, тестовые поставки в Японию). Несмотря на это, выручка во 2П 2012 г. сократилась на 10% п./п., показатель EBITDA - на 57% п./п. Рентабельность просела до 16,4%.

Из-за резкого сокращения EBITDA была превышена ковенанта по евробонду

Размер совокупного долга за 2П не изменился, однако из-за существенного сокращения EBITDA, его отношение к этому показателю возросло до 3,9х (с 2,3х), превысив ковенант по евробонду RASP17 3,0х Долг/EBITDA. Теперь компания не может увеличивать долг, однако, ограничений по его рефинансированию нет.

Ключевые финансовые показатели Распадской

в млн долл., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	256,5	285,2	-10%	541,7	726,1	-25%
EBITDA	42,0	98,9	-57%	140,9	320,8	-56%
Рентабельность по EBITDA	16,4%	34,7%	-18,3 п.п.	26,0%	44,2%	-18,2 п.п.
Чистая прибыль	-12,4	-18,6	-	-31,0	135,7	-
Операционный поток	37,9	73,1	-48%	111,0	232,7	-52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-87,9	-25,6	+3,4х	-113,5	-44,2	+2,6х
Капвложения	-52,0	-36,1	+44%	-88,1	-144,4	-39%
Финансовый поток	-24,0	-196,2	-8,2х	-220,2	-164,4	+34%
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012			30 июня 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	553,6			554,3		0%
Краткосрочный долг	7,1			57,5		-8,1х
Долгосрочный долг	546,5			496,8		+10%
Чистый долг*	433,2			406,0		+7%
Чистый долг/EBITDA LTM**	3,1х			1,6х		-

* С учетом краткосрочных депозитов

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Во 2П компания продолжила наращивать экспорт в Южную Корею

Во 2П 2012 г. компания продолжила наращивать продажи на экспорт в связи с сокращением спроса на российском рынке. Приоритетными для компании являются Южная Корея (недавно был заключен 5-летний контракт с Hyundai Steel) и Япония (пока тестовые спотовые поставки). Также осуществляются поставки угольного концентрата на Украину. Рынок же Китая из-за сложившегося на нем слишком низкого уровня цен (немногим выше себестоимости Распадской) для компании не привлекателен. По итогам 2012 г. доля экспортных объемов составила 18%, в то время как в 1 кв. 2013 г. эта доля достигла 30%, а по итогам 2013 г. менеджмент ожидает ее увеличения до 40%.

Объемы продаж росли во 2П...

Выручка от реализации угольного концентрата и рядового угля в РФ упала на 15% п./п. до 206,5 млн долл. при росте физических объемов продаж на 11% п./п. При этом доходы от реализации угольного концентрата на экспорт возросли на 24% п./п. до 33,3 млн долл. за счет заметного увеличения объемов (+80%).

... при продолжившемся падении цен

Цены реализации (все приведены к базису FCA Междуреченск) в РФ снизились на 18% со 122,1 долл./т в 1П до 100,5 долл./т во 2П; в Украине - на 27% с 96,2 до 70,5 долл./т, а в Азии - на 40% со 100,5 до 60,5 долл./т. Стоит отметить, что цены продаж в азиатский регион опускались даже ниже себестоимости компании (61,5 долл./т.), во-первых, из-за некоторого объема продаж в Китай, а, во-вторых, возможно, в связи с привлечением новых клиентов в Южной Корее и Японии. В настоящее время, по данным компании, цены по поставкам в Азию составляют 75-77 долл./т, а по контрактам в РФ - 101-103 долл./т (до +2% к 2П).

Индекс средневзвешенных цен на коксующийся уголь, долл.



Источник: Bloomberg

В 2013 г. компания планирует нарастить продажи за счет новых контрактов

Из-за низкого спроса компания не использует свои предприятия на полную мощность. В 2012 г. было добыто 7 млн т коксующегося угля. При этом имеющиеся у компании мощности позволяют производить до 9,6 млн т в год (800 тыс. т/месяц). В 2013 г. Распадская планирует добыть до 9,5 млн т угля (+36% г./г.), поскольку видит возможным заключение новых контрактов в Южной Корее и переход с тестовых поставок в Японию на годовые контракты.

Негативная ценовая конъюнктура привела к падению рентабельности

Заметное падение цен реализации при росте объемов привело к сокращению рентабельности по EBITDA с 34,7% в 1П 2012 г. до 16,4% во 2П 2012 г., при этом маржинальность продаж в Украину и, особенно, в Азию, была близка к нулю. К тому же, дополнительное давление на рентабельность оказал рост коммерческих расходов из-за увеличения объемов продаж на условиях, отличных от FCA (в частности, FOB).

В 2013 г. планы по снижению удельной себестоимости за счет больших объемов

В 2013 г. Распадская планирует снизить денежную себестоимость с 61,5 долл./т (в среднем за 2012 г.) до 50-52 долл./т за счет увеличения объемов производства, что является ключевым фактором в условиях большой доли постоянных издержек в себестоимости компании. При этом нужно отметить, что успешность реализации планов компании будет во многом зависеть от конъюнктуры рынка и способности привлекать новых клиентов на экспортных рынках, поскольку наращивание производства на слабом рынке может привести к затовариванию и необходимости продаж по более низким ценам.

Операционного потока было достаточно для капвложений

Хотя по итогам года операционный денежный поток и сократился на 52% до 111 млн долл., его было достаточно для финансирования капвложений (88 млн долл.). Отметим, что в 2012 г. они составили 12 долл. на тонну добычи (против 24 долл./т годом ранее). В 2013 г. предполагается, что капзатраты составят 20 долл./т (и исходя из планов по добыче, сарех может составить до 190 млн долл.).

Напомним, что в начале 2013 г. группа Евраз завершила покупку доли Распадской у менеджмента, тем самым доведя свое участие до 82% (с января 2013 г. Распадская будет консолидироваться на балансе Евраз).

RASP 17 - лучшая альтернатива Евразу

В настоящий момент евробонды RASP 17 котируются с премией к EVRAZ 17 в размере 22 б.п. Учитывая наличие кросс-дефолта по евробондам Евраз в случае дефолта какой-либо ключевой дочерней компании (material subsidiary) (под определение которой попадает и Распадская), мы считаем, что этой премии быть не должно. Бумаги RASP 17 являются лучшей альтернативой Евразу.

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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.