

Пульс рынка

- ▶ **Помощь Испании не принесла облегчения рынкам.** Пока российский рынок был закрыт на праздники, другие фондовые площадки продолжили отыгрывать новости вокруг проблем Испании: несмотря на обещанную в субботу министрами финансов других стран еврозоны масштабную помощь испанскому финансовому сектору в размере до 100 млрд евро, рейтинговое агентство Fitch во вторник понизило долгосрочные кредитные рейтинги 18 испанских банков вслед за ухудшением суверенного рейтинга страны сразу на три ступени до BBB. Доходность 10-летних госбумаг Испании взлетела во вторник до 6,83% (максимальной отметки за все время существования евро) и на закрытии торгов составила 6,72%, а евро упал до 1,2492. Кроме того, европейская валюта дешевет и в ожидании размещения итальянских гособлигаций: сегодня страна предложит векселя со сроком обращения 364 дня на 6,5 млрд евро, а в четверг продаст гособлигации на 3 млрд евро с погашением в 2015 г., а также бонды со сроками обращения 7 и 8 лет. В этом году Риму нужно еще разместить облигаций более чем на 200 млрд евро. Доходность 10-летних гособлигаций Италии поднималась во вторник до 6,3%, что является максимумом с 25 января, и составила на закрытие 6,14%. FT пишет, что Италия может обратиться за полномасштабной помощью к ЕС вслед за Испанией в ближайшие 6 месяцев.
- ▶ **Худшие времена, возможно, еще впереди.** Сегодня выйдет статистика по промышленному производству в еврозоне, которая, как ожидается, покажет падение на 1,2% м./м. в апреле, что будет являться самым серьезным снижением с сентября 2011 г. Похоже, что еврозону (в случае сохранения статус-кво всех ее членов) ожидает долгое и болезненное восстановление, которое может оказаться медленнее, чем сейчас ожидается. Более того, на этой неделе все внимание будет приковано к выборам в Греции, которые состоятся уже в эти выходные, и их возможным последствиям, если к власти придут противники соглашений с ЕС. Фундаментальные проблемы еврозоны, связанные с усилением политической и финансовой интеграции входящих в нее стран, будут обсуждаться на саммите ЕС, намеченном на 28-29 июня.
- ▶ **Рубль во власти внешних факторов.** Незначительное ослабление рубля в субботу - на 14 копеек до 36,42 руб. по корзине было предсказуемо, учитывая малоактивные предпраздничные российские торги во время выходного дня для зарубежных валютных площадок. Торговые обороты в наиболее востребованной секции рубль-доллар расчетами завтра составили лишь 0,7 млрд долл. против 7,1 млрд долл. накануне. Цена на нефть стабилизировалась, на первый план вышли риски обострения ситуации в еврозоне. По нашим наблюдениям, клиентский спрос на валюту довлеет над продажами валютной выручки экспортерами, которые едва ли существенно изменят траекторию курса рубля в очередной налоговый период (с 15 июня, страховые взносы). К тому же, сопротивление ЦБ падению рубля путем интервенций остается минимальным. На открытии вторника рубль подешевел на 16 копеек до 36,58 руб. и сейчас торгуется чуть ниже этого уровня. В краткосрочной перспективе мы по-прежнему ожидаем в лучшем случае стабилизации курса рубля, в то время как в случае нежелательного исхода выборов в Греции, рубль может существенно ослабить свои позиции.
- ▶ **Недостаток ликвидности сохраняется, рост ставок денежного рынка ограничивается стоимостью РЕПО с ЦБ.** Перед началом налогового периода остатки на корсчетах и депозитах поднялись до 814,5 руб., что сопровождалось снижением коротких ставок денежного рынка в среднем на 60 б.п. до 5,6%. Тем не менее, судя по динамике чистой ликвидной позиции (превышение задолженности банков перед госсектором над объемом средств на счетах в ЦБ), которая углубляется в отрицательную зону (-721 млрд руб.), объективная потребность банков в дополнительном фондировании не исчезает. Учитывая, что в первые недели июня отмечен чистый отток ликвидности (около 30 млрд руб.) вместо характерного для этого периода ее восстановления, предпосылок для дальнейшего снижения ставок не прослеживается. Насколько будет сильным удорожание фондирования в налоговые даты, будет определяться готовностью ЦБ в поддержании широких лимитов по инструментам рефинансирования.

Темы выпуска

- ▶ Совкомфлот: сезонное улучшение
- ▶ Банк Санкт-Петербург: провал в чистой процентной марже

Совкомфлот: сезонное улучшение

Умеренно-позитивные результаты Совкомфлот (BBB-/Ba1/BBB-), крупнейшая российская судоходная компания, специализирующаяся на перевозке энергоносителей, опубликовал умеренно-позитивные результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., отражающие краткосрочный рост фрахтового рынка.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка (доходы от фрахта и аренды)	395	363	+9%	395	345	+14%
Тайм-чартерный эквивалент	258	230	+12%	258	231	+12%
EBITDA	145	100	+45%	145	124	+16%
Рентабельность по EBITDA	36,7%	27,5%	+9,2 п.п.	36,7%	35,9%	+0,8 п.п.
Операционная прибыль	80	38	+2,1x	80	65	+23%
Операционная рентабельность	20,3%	10,5%	+9,8 п.п.	20,3%	18,9%	+1,4 п.п.
Чистая прибыль	45	7	+6,5x	45	33	+36%
Операционный поток	105	94	+12%	105	88	+20%
Инвестиционный поток	-174	-60	+2,9x	-174	-394	-56%
Финансовый поток	43	29	+48%	43	123	--65%
в млн долл., если не указано иное				31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Краткосрочный долг				280	268	+5%
Долгосрочный долг				3 033	2 922	+4%
Совокупный долг				3 313	3 190	+4%
Чистый долг				2 942	2 800	+5%
Чистый долг/LTM EBITDA*				6,10x	6,08x	-

* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Благоприятная ценовая конъюнктура в 1 кв. 2012 г. ...

... но компания по-прежнему осторожна в прогнозах

Благоприятная ценовая конъюнктура на рынке нефти в 1 кв. 2012 г. и угроза ограничения поставок «черного золота» из Персидского залива подстегнули рост фрахтовых ставок в сегменте крупнотоннажных судов. Однако компания сохраняет консервативные оценки развития ситуации в текущем году из-за наличия переизбытка тоннажа по нефти и нефтепродуктам и ожидаемого сокращения потребления энергоносителей в мире в краткосрочной перспективе. Рыночная стоимость танкеров всё ещё находится на уровне исторических минимумов, и Совкомфлот по-прежнему не ожидает улучшения ситуации ранее 2013 г. Компания также указывает, что в этом году ставки на нефтеналивные суда будут сильно зависеть от ситуации вокруг Ирана и вероятности разрешения конфликта силовым путем, что может привести к временному росту цен на фрахт, однако, в случае накопления избыточных стратегических запасов нефти трейдерами и странами-импортерами, ставки фрахта могут обновить исторические минимумы.

На конец 1 кв. 2012 г. флот компании включал 158 собственных и зафрахтованных судов против 155 судов на конец 4 кв. 2011 г., а суммарный дедвейт вырос до 11,7 млн тонн. Размещены заказы еще на 16 судов общим дедвейтом около 1,7 млн тонн.

Более стабильная динамика в сравнении с мировыми аналогами

Рост объемов законтрактованных на будущие периоды заказов (5,5 млрд долл. на конец 1 кв. 2012г.) обеспечивается 1) наличием у Совкомфлота мощной базы клиентов, состоящей в основном из крупнейших российских и международных нефтегазовых компаний, 2) оперированием флотом на конкретных проектах, 3) перевозками нефтепродуктов, ставки на которые традиционно являются менее волатильными, 4) высоко маржинальной транспортировкой СПГ, а также 5) обслуживанием шельфовой добычи. Как следствие, Совкомфлот демонстрирует более стабильную динамику ключевых финансовых показателей по сравнению с мировыми аналогами.

Отметим, что 1 квартал традиционно является более сильным для танкерных компаний благодаря сезонному росту спроса, в то время как 4 кв., наоборот, - самый слабый. Так рентабельность по EBITDA в 4 кв. 2012 г. составила всего 27,5%. За 1 кв. 2012 г. EBITDA компании увеличилась на 16% г./г. до 145 млн долл. г., показав рост рентабельности до 36,7% против 35,9% годом ранее.

Операционного потока не хватило для покрытия капзатрат

Операционный денежный поток в 1 кв. 2012г. увеличился пропорционально – с 87,7 млн долл. до 105,3 млн долл. Однако его не хватило для покрытия капзатрат в размере 145,5 млн долл. Планируемое расширение флота на 16 судов (1,4 млрд долл.), с учетом текущего уровня LTM EBITDA на уровне 482 млн долл., может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки. Однако компания по-прежнему способна привлекать дешевые длинные деньги, пользуясь преференциями со стороны государства.

Запас ликвидности достаточен для погашения краткосрочного долга

За квартал совокупный долг Совкомфлота с учетом обязательств по финансовому лизингу увеличился незначительно (+4%). Долговая нагрузка сохраняется на высоком уровне в терминах Чистый долг/LTM EBITDA - 6,1x.

Краткосрочная ликвидная позиция компании на горизонте 12 месяцев достаточно комфортна: запас денежных средств (371 млн долл.) полностью покрывает финансовые обязательства к погашению в течение года (280 млн долл.). Тем не менее, мы обращаем внимание на более высокие риски рефинансирования в среднесрочной перспективе: в течение года с 31 марта 2013 г. компании необходимо погасить 651 млн долл.

Выпуск Sovcomflot 17 справедливо оценен

В настоящий момент выпуск Sovcomflot 17 выглядит, по нашему мнению, справедливо оцененными, котируясь со спредами к Северстали и РЖД вблизи своих средних значений. Мы считаем, что меньшая цикличность бизнеса Совкомфлота в сравнении с металлургами, а также присутствие его бондов в индексе EMBI+ обуславливает дисконт к бумагам Северстали.

Спреды к бондам Северстали и РЖД находятся вблизи своих средних значений



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Банк Санкт-Петербург: провал в чистой процентной марже

В начале года улучшений не произошло

Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3), 15-й по размеру активов российский банк, по данным Интерфакса, представил финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Кредитный портфель почти не изменился (232,1 млрд руб.; +0,4% кв./кв.), при этом в среднем рост кредитования по банковской системе РФ составил 1,5%. Показатель NPL 90+ (с учетом безнадежных кредитов) ожидаемо увеличился с 3,9% в 4 кв. 2011 г. до 5,6%, причем общий объем просроченной задолженности увеличился лишь незначительно до 5,97% (+27 б.п.). Негативным моментом в представленных результатах стало сокращение чистой процентной маржи с 4,4% в 4 кв. до 3,8%, что оказалось хуже ожиданий менеджмента.

Ключевые финансовые показатели Банка Санкт-Петербург

В млн руб., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.	31 мар. 2012	31 мар. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	340 696	330 033	+3%	340 696	282 434	+21%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	232 105	231 257	+0,4%	232 105	212 752	+9%
розничные	16 405	16 035	+2,3%	16 405	14 370	+14%
корпоративные	215 699	215 222	+0,2%	215 699	198 382	+9%
NPL/Кредитный портфель	5,6%	3,9%	+1,7 п.п.	5,6%	4,6%	+1 п.п.
Собственный капитал	40 148	40 023	+0,3%	40 148	30 655	+31%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,5%	13,9%	-0,4 п.п.	13,5%	12,7%	+0,8 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	19 431	20 912	-7%	19 431	27 827	-30%
Депозиты клиентов	144 203	155 754	-7%	144 203	130 444	+10%
В млн руб., если не указано иное				1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов				2 923	3 293	-11%
Отчисления в резервы				1 768	1 818	-3%
Чистый комиссионный доход				482	588	-18%
Чистая прибыль				123	247	-50%
Чистая процентная маржа				3,8%	4,4%	-0,6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Произошел небольшой рост розничных кредитов с относительно низкой маржой

Увеличение кредитного портфеля было обусловлено приростом розничного кредитования (+2,3% кв./кв. до 16,4 млрд руб.), а именно автокредитов (+23% до 1,5 млрд руб.) и ипотеки (+1% до 7,9 млрд руб.), которые характеризуются сравнительно низкой процентной маржой. Также заметный рост (+58% кв./кв. до 15,5 млрд руб.) произошел в кредитовании предприятий, источником финансирования которых являются бюджетные средства.

В остальных сегментах наблюдался спад: кредиты на пополнение оборотных средств сократились почти на 2% до 146,5 млрд руб., более чем на 4% снизился объем инвестиционных кредитов (до 53,7 млрд руб.). В рамках своей долгосрочной стратегии Банк Санкт-Петербург (кстати говоря, как и многие корпоративные банки) планирует увеличение доли розничного кредитования (сейчас она составляет 7%). В целом в 2012 г. рост кредитного портфеля запланирован на уровне 10%-15%.

NPL в корпоративном сегменте ожидаемо увеличился

Показатель NPL 90+ увеличился в корпоративном сегменте (на 51% до 12,4 млрд руб., что составляет 5,7% от портфеля сегмента) под влиянием плохих кредитов, о появлении которых менеджмент банка предупреждал еще в 4 кв. (на тот момент они учитывались в показателе NPL 30-60 дней). В розничном сегменте показатель NPL 90+ снизился в абсолютном выражении с 758 млн руб. до 690 млн руб. Норма резервирования была повышена с 9,2% до 10%, при этом объем созданных резервов составил 1,77 млрд руб. (что лишь на 1,7% ниже, чем в 4 кв. 2011 г.). Принимая во внимание, что объем резервов под NPL 90-180 создан в объеме 60%, менеджмент банка планирует во 2 кв. направить на создание резервов еще 1 млрд руб.

Большая часть портфеля облигаций находится в залоге	Банк нарастил торговый портфель ценных бумаг кв./кв. на 16% до 51,3 млрд руб., при этом доля бумаг, заложенных по операциям РЕПО, продолжила рост (с 34% до 71%). Также банк увеличил объем средств, размещаемых на рынке междилерского РЕПО, с 7,8 млрд руб. в 4 кв. до 15,3 млрд руб. Инвестиционный портфель почти не изменился (6,6 млрд руб.). По нашему мнению, ухудшение рыночной конъюнктуры окажет негативное влияние на результат от операций с ценными бумагами и валютой во 2 кв.
Отток депозитов юрлиц был замещен привлечением РЕПО под залог ценных бумаг	В обязательствах по клиентским счетам после сильного притока в конце прошлого года произошел в 1 кв. отток средств -10,6 млрд руб. (или 4,4% от их общего объема). Наибольшее снижение остатков наблюдалось по срочным счетам юрлиц (на 16% до 68,4 млрд руб.). По словам менеджмента, помимо сезонности, снижение клиентских средств является следствием закрытия наиболее дорогих депозитных программ. Отток средств клиентов вместе с погашением оптовых источников фондирования (в том числе объем долговых ценных бумаг снизился на 1,5 млрд руб.) был компенсирован увеличением задолженности по РЕПО под залог ценных бумаг (+21,3 млрд руб.).
Прибыль под давлением дорогого фондирования	Чистый процентный доход снизился на 11% кв./кв. до 2,9 млрд руб. в связи с повышением стоимости фондирования (процентные расходы возросли на 6,3% кв./кв.) на фоне стабилизации ставок по кредитам. Менеджмент банка не ожидает заметного увеличения чистой процентной маржи во 2 кв. Также негативный эффект на чистую прибыль, которая сократилась почти в два раза до 123 млн руб., помимо повышенных отчислений в резервы, оказало падение чистой комиссионной прибыли (на 18% кв./кв.), по нашему мнению, по причине сезонности.
Невысокая достаточность капитала	В результате размер собственного капитала почти не изменился, при этом коэффициент общей достаточности капитала снизился на 0,4 п.п. до 13,5%. Н1 сократился с 11,96% до 11,45% вследствие увеличения размера рыночного риска (портфеля ценных бумаг). Стоит отметить, что на 1 мая Н1 вырос до 11,9%. В ближайшее время некоторое давление на капитал окажет выплата одобренных дивидендов по итогам 2011 г. в размере 818 млн руб. Невысокий уровень достаточности капитала является фактором, сдерживающим рост кредитования. Для повышения капитальной базы планируется выход на первичный рынок еврооблигаций с субординированным выпуском номиналом 200-300 млн долл. в случае улучшения рыночной конъюнктуры (в апреле этого года была предпринята безуспешная попытка). Исполнение call-опциона по субординированным бондам SPB17 в июле этого года, по нашему мнению, маловероятно. В случае неисполнения опциона купон по SPB 17 будет установлен на уровне 5Y UST+ 7 п.п. (сейчас 7,7% годовых) сроком на 5 лет.
Сохраняется отрицательная ликвидная позиция	На горизонте 12 месяцев ликвидная позиция банка остается отрицательной (-49,7 млрд руб.), что обусловлено краткосрочным характером большей части клиентских средств (порядка 44% всех депозитов имеет срок до погашения менее 1 месяца). В следующие 12 месяцев после отчетной даты банку предстоит рефинансировать/погасить 11,7 млрд руб. оптовых источников фондирования, что полностью покрывается денежными средствами и их эквивалентами (26 млрд руб.). Мы полагаем, что банк имеет высокую потребность в ликвидности, поэтому благоприятная конъюнктура рынка может быть использована для размещения рублевых облигаций (зарегистрированы в объеме 7 млрд руб.).
Рублевые облигации стоят дорого	Мы по-прежнему считаем лучшей альтернативой рублевым облигациям Банка Санкт-Петербург бумаги ОТП Банка (-/Ba2/BB), которые имеют двузначную доходность с погашением менее чем через два года (например, БО-2 торгуются с YTP 11% @ март 2014 г.). Предполагая низкую вероятность исполнения call-опциона по выпуску SPB 17, мы считаем его текущий спред к субординированному выпуску AlfaBank 17 (50 б.п.) узким в сравнении со средним значением за последние 12 месяцев на уровне 135 б.п. При текущей рыночной конъюнктуре мы рекомендуем продавать SPB 17.
Рекомендуем продавать SPB 17	

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

[Макростатистика апреля: в чем подвох?](#)

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

[Инфляция: на низком старте](#)

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

[ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными](#)

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

[Промпроизводство продолжает сбавлять обороты](#)

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

[Ликвидность из бюджета](#)

Интервенции ЦБ

[Интервенции ЦБ в марте](#)

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

[Пополнение Резервного фонда в долг](#)

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

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

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.