Raiffeisen RESEARCH

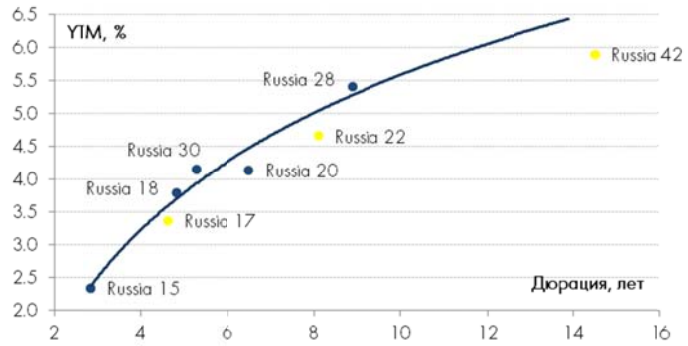
Fixed Income Daily

28 марта 2012 г.

Пульс рынка

- **Потребители США «поумерили» доверие**. Американские индексы вчера снизились в среднем на 0,3% на фоне негативной статистики об уровне доверия потребителей, который отступил от годового максимума и снизился до 70,2. Из важных данных на сегодня мы выделяем заказы на товары длительного пользования, которые, по прогнозам, должны вырасти на 3%. Но больший интерес представляют данные по ВВП США и заявкам на пособие по безработице (публикация в четверг).
- **День «Супер Марио»**. В отсутствие важных статданных по Европе, все внимание вчера было приковано к выступлению главы ЕЦБ Марио Драги, а также заявлениям премьер-министра Италии Марио Монти. Г-н Драги предупредил, что правительства стран еврозоны должны продолжить решительные шаги в борьбе с долговым кризисом в регионе, чтобы воспользоваться ростом доверия после вливаний ликвидности ЕЦБ. Г-н Монти, в свою очередь, оптимистично заявил, что, по его мнению, кризис еврозоны практически окончен, что ненадолго воодушевило европейские рынки (до выхода статистики по США). На наш взгляд, ключевым событием в ближайшее время станет очередная встреча министров финансов еврозоны, которые должны обсудить судьбу фонда EFSF и, как ожидается, могут принять решение о расширении его лимита с текущих 500 млрд евро до 692 млрд евро.
- **Новые бонды РФ располагаются ниже существующей кривой.** В ходе размещения суверенных бумаг РФ объем заявок достиг 25 млрд долл. Книги были закрыты на весь лимит в 7 млрд долл., предусмотренный бюджетным планом на 2012 г. Наиболее длинные 30-летние бумаги размещаются в объеме 3 млрд долл., а остальные два выпуска со сроком до погашения через 5 и 10 лет - по 2 млрд долл. каждый. Нижние границы ориентира по спредам были смещены до 230 б.п., 240 б.п. и 250 б.п. к кривой казначейских облигаций США для 5-,10- и 30-летних бумаг, соответственно, или YTM 3,4%, 4,6% и 5,9%. Финальная ставка купона будет определена сегодня ближе к вечеру. В координатах дюрации и доходности ценообразование на первичном рынке предполагает дисконт к существующей кривой российских суверенных бондов (Russia 15, 18, 30, 20, 28), который наиболее заметен в 30-летних бумагах. В то же время, если исходить только из бондов Russia 15 и Russia 20, которые котируются со спредами 175 и 230 б.п. к кривой UST, то в ходе размещения была даже предоставлена премия. Такое сравнение, по нашему мнению, не является корректным, поскольку не учитывает расширение спреда при удлинении дюрации. Тем не менее, традиционная премия РФ к Бразилии (60-80 б.п.) никуда не исчезла (10-летние бонды Бразилии торгуются со спредом к UST на уровне160 б.п.). Наиболее длинный из обращающихся выпусков Russia 28 подорожал на 1,4 п.п., что стало следствием высокого спроса на новые бумаги Russia 42.

Новые бонды РФ располагаются ниже существующей кривой



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Темы выпуска

- НОМОС Банк: уровень достаточности капитала сдерживает кредитование
- НЛМК: падение цен на сталь усугубило ситуацию с рентабельностью

НОМОС Банк: уровень достаточности капитала сдерживает кредитование

Нейтральные результаты за 4 кв.

НОМОС Банк (-/Ba3/BB), 8-й по величине активов банк в РФ (с учетом консолидации Ханты-Мансийского Банка), опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и за весь 2011г. Кредитный портфель за 4 кв. сократился на 1% кв./кв. до 468 млрд руб., при этом активы выросли на 2,8% до 662 млрд руб. Показатель NPL почти не изменился, составив 2,0%. Процентный доход в 4 кв. на 10% превысил результат предыдущего квартала, составив 7,8 млрд руб., что обусловлено небольшим ростом чистой процентной маржи на 20 б.п. до 5,7% Убыток, полученный по портфелю ценных бумаг в 3 кв., был полностью компенсирован в последнем квартале.

Ключевые финансовые показатели НОМОС Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы, в т.ч.	662 144	644 236	+3%	662 144	530 217	+25%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	468 287	473 341	-1%	468 287	354 860	+32%
физ. лицам	59 672	53 821	+11%	59 672	37 671	+58%
юр. лицам	408 615	419 520	-3%	408 615	317 189	+29%
NPL/Кредитный портфель	2,0%	1,9%	+0,1 п.п.	2,0%	2,4%	-0,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	59 173	59 024	0%	59 173	67 580	-12%
Депозиты клиентов	279 524	238 888	+17%	279 524	229 623	+22%
Собственный капитал	75 710	70 063	+8%	75 710	57 935	+31%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,15%	15,89%	+0,26 п.п.	16,15%	15,61%	+0,54 п.п.
ROAE	18,2%	15,6%	+2,6 п.п.	18,2%	21,1%	-2,9 п.п.

В млн руб., если не указано иное	2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов	28 056	14 361	+1,9x
Чистый комиссионный доход	6 089	2 116	+2,9x
Операционные доходы	32 883	17 344	+1,9x
Расходы/доходы	46,6%	43,0%	+3,6 п.п.
Чистая прибыль	12 134	7 426	+63%
Чистая процентная маржа	5,5%	5,3%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Банк сократил корпоративное кредитование и нацелен на развитие розницы

Сокращение кредитования кв./кв. произошло за счет корпоративного сегмента (-6% до 321 млрд руб.), что связано с ужесточением кредитной политики и повышением ставок по выдаваемым кредитам на фоне ухудшившейся конъюнктуры. Розничные кредиты и кредитование МСБ выросли на 11% и 12%, соответственно, их совокупная доля в общем портфеле увеличилась на 3 п.п. г./г. до 19%. По итогам года наибольший прирост кредитов произошел в сегменте потребительских кредитов (+107% до 27 млрд руб.). Среднесрочные планы банка предполагают увеличение доли розницы и МСБ в портфеле до 25%. Стоит отметить, что также возрос объем кредитования в рамках операций обратного РЕПО на 7% кв./кв. до 46 млрд руб. (что соответствует 10% портфеля). Доля кредитов, выданных связанным сторонам, снизилась до 5,5%.

Есть некоторые признаки ухудшения качества кредитов

О незначительном ухудшении качества портфеля свидетельствует небольшой рост объема кредитов, имеющих признаки обесценения и/или помещенных под наблюдение, на 2,2 млрд руб. кв./кв. до 23,5 млрд руб. (5% портфеля), что связано с появлением просроченной задолженности по корпоративным кредитам. Объем списанных/проданных кредитов по итогам года составил 4 млрд руб. против 5,2 млрд руб. в 2010 г. Банк формирует резервы на уровне 4% от портфеля, что является достаточно низким показателем в сравнении с крупными банками. Мы не исключаем, что вызревание старых кредитов на фоне замедления роста корпоративного портфеля может привести к увеличению NPL, вызвав давление на капитал.

Портфель ценных бумаг вырос на 5,7% до 88 млрд руб. в основном за счет увеличения позиции в ОФЗ и корпоративных облигациях (на 15 млрд руб.). Банк заметно сократил финансовое плечо по портфелю: доля бумаг, находящихся в залоге, сократилась с 49% до 39%. По-видимому, вследствие более консервативной политики управления рисками денежные средства и их эквиваленты увеличились на 12 млрд руб. кв./кв. до 34 млрд руб.

Приток депозитов позволил высвободить собственные бумаги из залога

Приток депозитов в последнем квартале не ослаб, что привело к росту клиентских средств на 9,7% кв./кв. до 382 млрд руб. (или 65% от всех обязательств банка), при этом соотношение Кредиты/Депозиты снизилось до 117% (целевой уровень - 120%). Стоит отметить, что средства связанных сторон обеспечили половину общего притока депозитов в 4 кв. Порядка трети всех клиентских средств образуется за счет розничных депозитов.

Приток депозитов позволил сократить задолженность по МБК (на 14 млрд руб. до 107 млрд руб.) и высвободить часть собственных бумаг из залога. На 23 марта 2012 г. банк полностью погасил задолженность перед ЦБ и Минфином, которая на конец 2011 г. составляла 16 млрд руб.

Потери, понесенные в 3 кв. по торговому портфелю, были полностью нивелированы

Улучшение рыночной конъюнктуры компенсировало потери в акциях и облигациях, понесенные осенью прошлого года, что привело к положительной переоценке торговой позиции в 4 кв. в размере 2,6 млрд руб. Операционная прибыль составила 11,6 млрд руб., что почти в два раза превысило уровень 3 кв. Нераспределенная прибыль (4,2 млрд руб.) стала основным источником увеличения собственного капитала в 4 кв. Коэффициент общей достаточности капитала вырос с 15,89% до 16,15%.

Консолидация 100% ХМБ может потребовать докапитализации

В то же время, согласно РСБУ, показатель достаточности капитала Н1 сократился за 4 кв. 2011 г. с 11,97% до уровня 11,3%. По оценкам менеджмента, он является приемлемым для увеличения кредитного портфеля на 20% в 2012 г. (+32% за 2011 г.). По итогам 2011 г. выплата дивидендов не планируется. По словам менеджмента, в случае если оставшийся пакет ХМБ (на данный момент банк контролирует 51,29%) будет приобретен с коэффициентом 1хКапитал, то НОМОС Банку потребуется докапитализация (за счет SPO, частного размещения и/или субординированных займов). Стоит отметить, что ХМБ также имеет низкий показатель Н1 - 11,25% на 1 марта 2012 г. (у НОМОС Банка -11,2% на 1 марта 2012 г.)

Планируется выход на первичный рынок облигаций

На горизонте 12 месяцев банк имеет отрицательную ликвидную позицию, что обусловлено краткосрочностью депозитов и носит технический характер. В 2012 г. предстоит исполнить обязательства по рыночным заимствованиям (бонды, облигации, векселя) на сумму 24,2 млрд руб., что полностью покрывается запасом денежных средств и их эквивалентов. Благоприятную рыночную конъюнктуру банк намерен использовать для выхода не первичный долговой рынок, предпочитая рублевые облигации: объем зарегистрированных бумаг составляет 24 млрд руб. Также, как было озвучено в ходе телеконференции, не исключено размещение выпуска еврооблигаций в объеме 500 млн долл., который, по нашему мнению, учитывая низкую достаточность капитала, может быть субординированным.

Бумаги на вторичном рынке стоят дорого

На рынке еврооблигаций при почти одинаковом уровне доходностей лучшей альтернативой бумагам НОМОС Банка мы считаем бонды Альфа банка. На рублевом рынке облигации эмитента выглядят дорого (торгуясь ниже YTW 9,0% к погашению/оферте через 1-2 года) в сравнении с краткосрочными выпусками ОТП Банка (-/Ba2/BB), предлагающих двузначные доходности.

НЛМК: падение цен на сталь усугубило ситуацию с рентабельностью

Слабые результаты за 4 кв. и за год в целом

Вчера НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) представил в целом слабые результаты за 4 кв. и 2011 г. по US GAAP. Сокращение мирового спроса на сталь во 2П 2011 г., которое в полной мере проявилось в 4 кв., привело к снижению цен реализации и, соответственно, выручки НЛМК на 8% кв./кв., при этом давление на рентабельность группы, как и в 3 кв., продолжили оказывать зарубежные активы, снизив ее еще больше - до 12,5%. В итоге в 2011 г. при росте выручки на 40% показатель EBITDA сократился на 3%, рентабельность по EBITDA составила 19,5% против 28,1% годом ранее. Долговая нагрузка за прошедший год заметно возросла (с 0,6x до 1,47x), что было обусловлено как увеличением долга в абсолютном выражении, так и снижением операционной прибыли, тем не менее, ее уровень остается достаточно комфортным.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

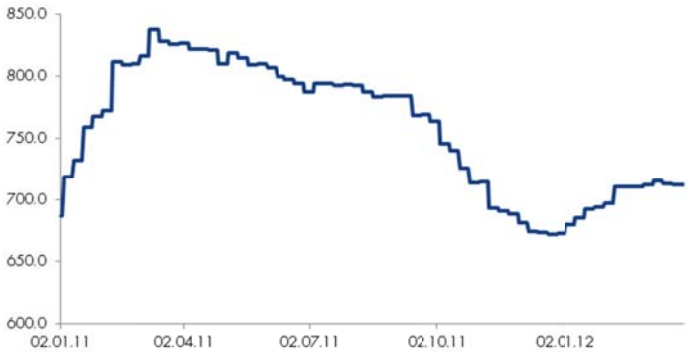
в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	3 053	3 334	-8%	11 729	8 351	+40%
EBITDA	383	478	-20%	2 282	2 349	-3%
Рентабельность по EBITDA	12,5%	14,3%	-1,8 п.п.	19,5%	28,1%	-8,6 п.п.
Чистая прибыль	124	220	-44%	1 315	1 224	+7%
Чистая рентабельность	4,1%	6,6%	-2,5 п.п.	11,2%	14,7%	-3,5 п.п.
Операционный поток	320	658	-2,1x	1 805	1 431	+26%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-735	-329	+2,2x	-1 869	-1 847	+1%
капитальные затраты	-519	-607	-14%	-2 048	-1 463	+40%
Финансовый поток	354	-485	-	48	-79	-
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг				1 306	1 031	+27%
Долгосрочный долг				3 074	2 791	+10%
Совокупный долг				4 380	3 822	+15%
Чистый долг				3 355	2 940	+14%
Чистый долг/LTM EBITDA*				1,47x	1,23x	-

*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источник: отчетность НЛМК по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Сокращение выручки в 4 кв. из-за падения цен реализации

Выручка НЛМК в 4 кв. сократилась на 8% кв./кв. до 3 млрд долл., что, несмотря на увеличение физических объемов продаж (+5% кв./кв. до 3,6 млн т), что было обусловлено падением цен на экспортных рынках в среднем на 9% кв./кв. из-за сезонного спада активности (в частности, в строительстве) и кризиса в Европе (доля экспорта в продажах НЛМК составляет ~70%).

Динамика мировых цен на горячекатаный прокат, долл./т



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за год за счет объемов и более высокого годового уровня цен

В целом же за 2011 г. выручка возросла на 40% до 11,7 млрд долл., что было обеспечено как ростом объемов реализации на 9% г./г. за счет наращивания производства на липецкой площадке и консолидации прокатных активов SIF , так и более высоким средним уровнем цен на металлопродукцию в 2011 г. в сравнении с 2010 г.

Продолжающееся снижение рентабельности, теперь и из-за падения цен

Вместе с существенным ухудшением ценовой конъюнктуры на показатель EBITDA негативное влияние продолжила оказывать консолидация активов SIF (-186 млн долл.), имеющих более высокую себестоимость производства. В итоге рентабельность по EBITDA в 4 кв. снизилась даже относительно слабых показателей 3 кв. на 1,8 п.п. до 12,5%. В целом по году рентабельность составила 19,5% против 28,1% в 2010 г.

Уровень цен не способствует достижению прогноза по рентабельности в 15% в 1 кв. 2012 г.

По прогнозам НЛМК, объемы производства стали в 2012 г. могут превысить 15 млн т (+25% г./г.), в том числе в 1 кв. - 3,6 млн т (+12% кв./кв.). Однако мы отмечаем, что на настоящий момент мировые цены на прокат, хотя и восстанавливаются, но в среднем пока остаются на уровне 4 кв. 2011 г., что, на наш взгляд, может угрожать выполнению прогноза компании по рентабельности на уровне 15% в 1 кв. 2012 г.

В среднесрочной перспективе компания ожидает улучшения рентабельности до 20%, а после завершения намеченных инвестиционных проектов - до 25% и более, что, на наш взгляд, будет во многом зависеть от рыночной конъюнктуры. Также в ходе телефонной конференции менеджментом было озвучено, что в ближайшие 1-2 года компания ожидает выхода зарубежных активов на уровень безубыточности, тем не менее, это также будет зависеть от уровня цен реализации и стоимости сырья.

Операционный денежный поток НЛМК в 4 кв. снизился более чем вдвое кв./кв. до 320 млн долл., что было также обусловлено инвестициями в оборотный капитал. В 2011 г. в целом операционный поток вырос на 26% и превысил 1,8 млрд долл., что было сопоставимо с объемом капвложений (2 млрд долл.). По итогам 1П 2011 г. компанией были выплачены дивиденды в сумме 516 млн долл. Дополнительными источниками финансирования стали новые кредиты (~285 млн долл.), а также средства от продажи транспортной компании НТК (313 млн долл.).

Компания планирует снижать сарех

Капвложения, составившие в 2011 г. рекордные 2 млрд долл., в основном включали в себя строительство доменной печи и конвертера и расширение прокатного производства на липецкой площадке, а также на увеличение мощностей по производству руды на Стойленском ГОКе. Реализовав большую часть проектов в Липецке, компания намерена постепенно снижать капзатраты. Так, в 2012 г. инвестиции запланированы на уровне 1,7 млрд долл., которые, на наш взгляд, могут быть профинансированы за счет собственных средств компании, учитывая существенный запас ликвидности на балансе (1 млрд долл.).

Совокупный долг НЛМК за последний квартал вырос на ~600 млн долл. до 4,4 млрд долл. На конец года краткосрочная задолженность составила 1,3 млрд долл., или 30% долга. В конце года группа разместила три 3-летних выпуска биржевых облигаций на 20 млрд руб. (два из них на 10 млрд руб. с 1,5-годовой офертой), которые были направлены, в том числе на рефинансирование существующей задолженности.

Долговая нагрузка за год повысилась более чем вдвое

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA за год достигла отметки 1,47x, что для компании с консервативной долговой политикой (на начало года этот показатель 0,6x) является достаточно существенным (хотя и не критичным для кредитного профиля) повышением.

Большую часть долга предстоит погасить или рефинансировать в ближайшие 2 года

Мы отмечаем, что большую часть долга (более 65%) компании предстоит погасить или рефинансировать в ближайшие 2 года: обязательства по предэкспортному финансированию и погашение выпусков рублевых облигаций (1 выпуск на 10 млрд руб. в октябре 2012 г., на 5 млрд руб. - в декабре 2012 г. и на 10 млрд руб. - в марте 2013 г., также по двум выпускам общим объемом 10 млрд руб. предстоит оферта в июне 2013 г.). В связи с этим мы предполагаем, что в случае благоприятной конъюнктуры на рынке публичного долга компания может выйти с более "длинными" выпусками (всего зарегистрировано пять 10-летних выпусков на 50 млрд руб.).

Спред рублевых облигаций НЛМК к кривой ОФЗ составляет ~120-130 б.п., учитывая негативные результаты года, мы не видим потенциала для сужения этого спреда в ближайшее время.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот
Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС
Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ
Соллерс

Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго
РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Банк Москвы
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
КБ Восточный Экспресс
ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Промышленность

Промышленная оттепель

Платежный баланс

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

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Ликвидность

Встречаем весну: с дефицитом ликвидности или нет?

Валютный рынок

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

Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Бюджет

Бюджетный фальстарт

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

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	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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.