

## Пульс рынка

---

- **Позитивная реакция на план ЕЦБ выглядит как краткосрочная спекуляция.** Представленный вчера антикризисный план ЕЦБ совпал с информацией, просочившейся на рынок позавчера (см. наш вчерашний комментарий). Ключевым моментом, на наш взгляд, является отсутствие QE (ЕЦБ не станет "базукой"): ликвидность, вливаемая на рынок (в форме выкупа бондов периферийных стран), будет стерилизована (за счет привлечения депозитов от коммерческих банков (в рамках SMP) и/или продажи других активов с баланса ЕЦБ). По-видимому, по этой причине евро подорожал до 1,263 долл. В то же время ЕЦБ каким-то образом готов предоставлять ликвидность в объемах, превышающих размер существующих антикризисных фондов (в "неограниченных" объемах), однако детали станут известны лишь в момент осуществления таких операций. Кроме того, стране для получения места на балансе ЕЦБ необходимо официально обратиться за помощью в ESM/EFSF и подписать "меморандум о взаимопонимании" (=соблюдение жестких мер бюджетной экономии и частичную утрату суверенитета). Последнее условие означает, что ЕЦБ, сделав, по-видимому, все возможное в рамках своего мандата, теперь передает слово периферии, которая пока не спешит "броситься в объятия" фискального союза. Процесс согласования условий "меморандума о взаимопонимании" может затянуться на месяцы, и не исключено, что в некоторых периферийных странах потребуется провести референдум. Поскольку опубликованный план ЕЦБ сам по себе не гарантирует спасение еврозоны, оптимизм финансовых рынков (индексы акций поднялись на 1%, доходности рискованных активов, в т.ч. госбумаг Италии и Испании, снизились до локальных минимумов) выглядит как краткосрочная спекулятивная игра.
- **Позитивные сигналы с американского рынка труда.** Макростатистика по рынку труда за август свидетельствует о заметном повышении числа занятых в частном секторе и создает позитивные ожидания в отношении сегодняшнего отчета по безработице. Активность в сфере услуг (ISM Non-Mfg) оказалась выше ожиданий и указывает на улучшении ситуации в секторе.
- **Ожидания ЦБ РФ по темпам кредитования предполагают увеличение дефицита ликвидности и снижение достаточности капитала.** ЦБ РФ прогнозирует рост корпоративных и розничных кредитов на 23% и 43% в 2012 г. при увеличении розничных депозитов на 20%. Таким образом, кредитный портфель вырастет на 28% (на 6,5 трлн руб.), а приток депозитов физлиц составит 2,4 трлн руб. При условии стагнации остатков средств юрлиц (-1,8% в 1П 2012 г.), разрыв ликвидности (разница изменений кредитов и клиентских средств) увеличится до 4 трлн руб. (с текущих 1 трлн руб.). Кроме того, т.к. кредитование (как следствие, рост активов) опережает прибыльность банков (ROE=19,8% в среднем по системе за 1П 2012 г.), достаточность капитала останется под давлением (Н1 по системе составил 13,3% на 1 августа 2012 г.).
- **ВТБ может доразместить бессрочных бонды.** В случае улучшения ситуации на рынках капитала ВТБ не исключает доразмещение выпуска бессрочных бондов (размещение прошло в июле в объеме до 1 млрд долл. со ставкой 9,5%). Сейчас они котируются на уровне 100-100,2% от номинала. Стоит отметить, что банк не отличается высокой достаточностью капитала, показатель Tier-1 находился на уровне 9,6% в 1 кв., а Н1 для ОАО "Банк ВТБ" составил 11,29% на 1 августа 2012 г. (на 1,38 п.п. ниже, чем в 1 кв.).
- **Нерыночное предложение от Первобанка (Moody's: B3).** Ориентир по годовым БО-3 номиналом 2 млрд руб., озвученный на уровне YTP 11,04-11,57%, выглядит явно заниженным в сравнении рейтингом банка. БО-5 Банк Восточный Экспресс (Moody's: B1) предлагают YTM 11,4% @ октябрь 2013 г., короткие облигации ТКС Банка (-/B2/B) торгуются с YTW14%. Кредитный профиль банка характеризуется высокой зависимостью от волатильных источников дохода (25% активов занимает портфель ценных бумаг, треть которых находится в залоге) и низкой прибыльностью (ROE = 3,2% в 2011 г.). Кроме того, последняя отчетность по МСФО опубликована лишь за 2011 г.

## Темы выпуска

---

- **Банк Санкт-Петербург: резервы съедают всю прибыль**
  - **Альфа-Банк: умеренный, но качественный рост**
  - **Газпром: положительный поток превзошел все ожидания**
  - **Аэрофлот: консолидация временно ослабила EBITDA**
-

## Банк Санкт-Петербург: резервы съедают прибыль

Ухудшения кредитного качества не произошло

Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3), 15-й по размеру активов российский банк, по данным Интерфакса, представил финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Давление на прибыльность (показатель ROE составил всего 1,15% во 2 кв.) по-прежнему оказывают высокие отчисления в резервы. Чистая процентная маржа, по оценкам менеджмента, немного подросла до 3,82% против 3,75% в 1 кв. 2012 г. Негативным моментом стало ухудшение ликвидной позиции и снижение достаточности капитала на фоне возобновившегося кредитования. Менеджмент не ждет существенного улучшения ситуации в плане прибыльности в 2012 г.

### Ключевые финансовые показатели Банка Санкт-Петербург

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 мар. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	340 588	340 696	0%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	244 057	232 105	+5%
розничные	17 491	16 405	+7%
корпоративные	226 566	215 699	+5%
NPL/Кредитный портфель	4,5%	5,6%	-1,1 п.п.
Собственный капитал	39 512	40 148	-2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,9%	13,5%	-0,6 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	20 646	19 431	+6%
Депозиты клиентов	147 746	144 203	+2%
В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	3 038	2 923	+4%
Отчисления в резервы	1 539	1 768	-13%
Чистый комиссионный доход	554	482	+15%
Чистая прибыль	114	123	-7%
Чистая процентная маржа	3,8%	3,8%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитование активировалось как в розничном, так и в корпоративном сегментах

Кредитный портфель после стагнации в 1 кв. 2012 г. продемонстрировал скромный рост (+5% кв./кв. до 244,1 млрд руб.). Отметим, что в среднем кредитование по банковской системе РФ увеличилось лишь на 7,5% во 2 кв.

Рост произошел как в корпоративном (+5% кв./кв. до 226,6 млрд руб.), так и в розничном (+7% кв./кв. до 17,5 млрд руб.) сегментах. При этом наибольший темп прироста наблюдался в автокредитовании (+24% до 1,9 млрд руб.) и в ипотеке (+11,2% до 8,8 млрд руб.), которые характеризуются сравнительно низкой процентной маржой. Сегмент потребительских кредитов VIP-клиентам сократился на 18% до 3,7 млрд руб. После спада в 1 кв. кредиты на пополнение оборотных средств и инвестиционные кредиты продемонстрировали рост на 5,5% до 154,5 млрд руб. и 4% до 55,8 млрд руб., соответственно.

В рамках своей долгосрочной стратегии Банк Санкт-Петербург (кстати говоря, как и многие корпоративные банки) планирует увеличение доли розничного кредитования (сейчас она составляет 7,2%). В целом в 2012 г. рост кредитного портфеля запланирован на уровне 10%-15%.

Качество портфеля улучшилось благодаря крупному списанию

Показатель NPL 90+ (с учетом безнадежных кредитов) снизился с 5,6% в 1 кв. до 4,5%, частично компенсировав рост в 1 кв. Показатель NPL 90+ в корпоративном сегменте уменьшился на 12% кв./кв. до 10,9 млрд руб. (что составляет 4,8% от портфеля сегмента) под влиянием списания кредитов, признанных безнадежными, в объеме 2,3 млрд руб. В розничном сегменте NPL 90+ увеличился в абсолютном выражении с 690 млн руб. до 837,4 млн руб.

Резервирование нельзя признать избыточным

Норма резервирования была снижена с 10% до 9,1%, при этом объем созданных резервов составил 1,54 млрд руб., что на 13% ниже, чем в 1 кв. 2012 г. Позитивным моментом стало сокращение доли просроченной задолженности с 6,0% в 1 кв. до 5,3% (на 178% покрывается резервами), а также реструктурированных кредитов - с 8,4% в 1 кв. до 7,9%. С другой стороны,

учитывая, что в корпоративном сегменте резервы покрывают показатель NPL 180+ лишь на 68% (для полного покрытия нужно досоздание резервов еще 3 млрд руб.), норма резервирования не выглядит избыточной.

**Сокращение объема  
долговых ценных  
бумаг в РЕПО**

Торговый портфель ценных бумаг кв./кв. вырос на 5% до 54,1 млрд руб., при этом доля бумаг, заложенных по операциям РЕПО, заметно сократилась (с 71% до 53%). Также банк снизил объем средств, размещаемых на рынке междилерского РЕПО, с 15,3 млрд руб. до 2 млрд руб. Инвестиционный портфель почти не изменился (7 млрд руб.). Как мы и ожидали, во 2 кв. вследствие ухудшения рыночной конъюнктуры по торговому портфелю был зафиксирован убыток в размере 278,5 млн руб.

**Приток клиентских  
средств сильно отстал  
от кредитования**

Прирост кредитования (+12 млрд руб.) заметно опередил приток клиентских средств (+1,7 млрд руб.), образовавшийся дефицит был покрыт снижением ликвидности, размещаемой на рынке РЕПО (на 13,2 млрд руб.). В то же время банк сократил задолженность на рынке МБК на 3,2 млрд руб. (до 48,4 млрд руб.).

**Структура средств  
клиентов изменилась в  
пользу депозитов  
физлиц**

Отметим, что структура клиентских средств изменилась в пользу увеличения доли вкладов физлиц (с 32,7% до 35,3%) за счет заметного оттока средств со счетов юрлиц (-5,8% кв./кв. до 115 млрд руб.), при этом задолженность перед государственными и общественными организациями осталась неизменной (6,1 млрд руб.). Доля средств клиентов в обязательствах составила 72%, отношение Кредиты/Средства клиентов находится на консервативном уровне 1,12х.

**Увеличение дефицита  
ликвидности**

На горизонте 12 месяцев разрыв ликвидности увеличился на 30% до 64,6 млрд руб., что обусловлено снижением ликвидных активов (в частности, размещения средств по договорам РЕПО) в пользу корпоративного кредитования: 49% всех кредитов имеет срок до погашения более 1 года, в то время как 76% всех средств клиентов погашается в течение полугода. В следующие 12 месяцев после отчетной даты банку предстоит рефинансировать/погасить долговые ценные бумаги в объеме 8,8 млрд руб., 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 29 млрд руб.).

**Вся прибыль ушла в  
резервы**

Стоимость фондирования продолжила расти (процентные расходы увеличились на 13% кв./кв.) темпами, опережающими процентные доходы (+9%), что обусловлено ограниченными возможностями банка для повышения ставок по корпоративным кредитам (в силу их более длинного срока относительно депозитов). Чистый процентный доход рос (+4%) более умеренными темпами, чем объемы кредитования. Почти вся операционная прибыль ушла в резервы, в результате чистая прибыль составила скромные 114 млн руб., обеспечив возврат на капитал на уровне 1,15%.

**Низкая достаточность  
капитала  
ограничивает рост  
кредитования**

Рост кредитования на фоне низкой прибыльности, а также выплаты дивидендов в объеме 818 млн руб. (по итогам 2011 г.) оказали давление на капитал. Коэффициент общей достаточности капитала продолжил снижаться (на 0,6 п.п. до 12,9%), при этом Н1 составил 11,38% на 1 августа 2012 г. Невысокий уровень капитализации является фактором, сдерживающим кредитную активность. Для повышения капитальной базы банк рассматривает возможности для выхода на первичный рынок еврооблигаций с субординированным выпуском в случае улучшения рыночной конъюнктуры (в апреле этого года была предпринята безуспешная попытка).

**Рекомендация  
продавать SPB 17  
реализовалась**

Мы по-прежнему считаем лучшей альтернативой рублевым облигациям Банка Санкт-Петербург, имеющих невысокую ликвидность, 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.).

Наша рекомендация продавать субординированные бумаги SPB 17 от 27 марта 2012 г. по цене 99% от номинала оправдалась: котировки упали на 7 п.п. до 92% от номинала в связи с тем, что эмитент не воспользовался своим правом, предусмотренным call-опционом. Потенциал для сужения спреда sub SPB17- sub AlfaBank17 (который сейчас составляет 254 б.п.) ограничен кредитными рисками.

## Альфа-Банк: умеренный, но качественный рост

Альфа-Банк (BB/Ba1/BBB-), крупнейший российский частный банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые оставляют в целом позитивное впечатление. Несмотря на замедление роста кредитного портфеля, его качество продолжает улучшаться. Восстановление резервов позволило заметно увеличить чистую прибыль, что привело к заметному росту возврата на капитал и улучшению уровня достаточности капитала.

Напомним, что в июле агентство Fitch повысило кредитный рейтинг банка на одну ступень до BBB-, приведя как обоснование высокое качество активов, адекватный уровень достаточности капитала, а также достаточный размер ликвидности (комфортный график погашения оптовых источников рефинансирования).

### Ключевые финансовые показатели Альфа-Банка

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	33 858	31 365	+8%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	24 112	23 172	+4%
розничные	3 062	2 755	+11%
корпоративные	21 050	20 417	+3%
NPL 1+/Кредитный портфель	2,2%	2,6%	-0,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	4 351	4 619	-6%
Депозиты клиентов	10 632	10 175	+4%
Собственный капитал	3 897	3 434	+13%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	17,4%	16,7%	+0,7 п.п.
ROAE	29,7%	19,7%	+10 п.п.
Чистая процентная маржа	5,0%	5,1%	-0,1 п.п.

В млн долл., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.	2П 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	767	698	+10%	716	+7%
Чистый комиссионный доход	247	211	+17%	244	+1%
Прибыль до налогообложения	671	347	+93%	415	+62%
Чистая прибыль	544	275	+98%	366	+49%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

#### Рост кредитного портфеля замедлился

С начала года рост кредитного портфеля в долларовом выражении составил всего 4%, замедлившись как п./п. (+8% во 2П 2011 г.), так и г./г. (+18% в 1П 2011 г.). Если во 2П 2011 г. снижение было связано в основном с эффектом обесценения рубля, то в 1П 2012 г. его влияние было не столь существенным (курс рубля снизился всего на 2%). Мы отмечаем, что темпы роста портфеля банка в рублевом выражении отстают от общих показателей банковской системы (+9%). При этом в рамках текущих тенденций рынка розничный сегмент кредитования растет быстрее корпоративного.

#### В рознице растет один приоритетный сегмент - кредитные карты и кредиты наличными

Прирост розничного портфеля был обеспечен только одним сегментом кредитных карт и кредитов наличными, который является приоритетным для банка, тогда как в остальных направлениях произошло снижение задолженности. В результате структура розничных кредитов претерпела существенные изменения: доля сегмента кредитных карт и кредитов наличными достигла 59% (50% на начало года), потребительских кредитов и ипотеки - снизилась до 28% и 10% (с 33% и 12%, соответственно).

#### Увеличение корпоративного портфеля было обеспечено кредитами торговым компаниям

Объем корпоративных кредитов (без учета лизинга, МСБ и РЕПО) увеличился лишь на 2% до с начала года до 18,4 млрд долл. При этом опережающий прирост был отмечен только в основном отраслевом сегменте - кредитовании торговых компаний (+37%), в меньшей степени - предприятий черной металлургии (+5%). Кредитование прочих отраслей либо стагнировало, либо снижалось. По итогам полугодия доля торговли в корпоративном портфеле выросла с 18% до 23%.

<b>Качество портфеля растет за счет корпоративного сегмента</b>	Мы отмечаем улучшение показателей качества кредитного портфеля в целом за счет заметного снижения просрочки в корпоративном сегменте как в абсолютном (-117 млн долл. при списаниях в 15 млн долл.), так и в относительном выражении (с 2,5% до 1,8%). Общая доля проблемных кредитов (просроченных кредитов и/или с признаками ухудшения качества) в сегменте уменьшилась с 5,5% до 5,1%. В рознице, напротив, их размер и доля увеличиваются (с 3,4% до 4,8%). Тем не менее, вследствие невысокой доли этого сегмента влияние на общие показатели банка незначительно.
<b>Банк наращивает позицию в ценных бумагах</b>	Объемы списаний плохих кредитов продолжают снижаться: в 1П 2012 г. они составили 58 млн долл. (из них 43% - по потребительским кредитам) против 70 млн долл. во 2П 2011 г. В целом по портфелю созданные резервы в 2,6 раза превышают просрочку.
<b>Население обеспечивает приток клиентских средств</b>	В 1П 2012 г. банк увеличил позицию в ценных бумагах (3,1 млрд долл. до 3,8 млрд долл.). Долговые инструменты составляют 85% портфеля. Задолженность по РЕПО продолжает расти (568 млн долл. до 1,1 млрд долл.).
<b>Банк активен на долговом рынке в последнее время</b>	Приток средств клиентов сбалансирован с ростом кредитного портфеля. С начала года прирост средств клиентов (+5%, или 1 млрд долл.), на которые приходится 64% обязательств банка, был практически полностью обеспечен населением (средства на корпоративных счетах увеличились всего на 150 млн долл., а остатки на депозитах и счетах госучреждений сократились на 346 млн долл.). В результате доля физлиц в клиентских средствах достигла 55% (51% на начало года).
<b>Банк активен на долговом рынке в последнее время</b>	Доля оптовых источников фондирования (МБК, долговые ценные бумаги, синдицированные кредиты и прочий долг, а также субординированные кредиты) практически не изменилась (31%). Мы отмечаем опережающий рост задолженности по МБК, вероятно, как следствие увеличения операций РЕПО.
<b>ROE = 29,7%</b>	В июне Альфа-Банк погасил выпуск евробондов (346 млн долл.), частично рефинансировав задолженность выпусками ЕСП с погашением в июне 2013 г. (остаточная стоимость на балансе - 181 млн долл.) и в июле 2013 г. (с учетом дисконта - 96 млн долл.). В целом программа размещения ЕСП составляет 1,4 млрд долл. В августе был размещен 1,5-годовой рублевый выпуск БО-07 номиналом 5 млрд руб. По программе биржевых облигаций банк имеет возможность разместить бумаги еще на 95 млрд руб. Ликвидная позиция банка восстановилась благодаря рефинансированию долговых инструментов, а также наращиванию позиции в ценных бумагах.
<b>Уровень достаточности капитала комфортен для роста</b>	В июне Альфа-Банк погасил выпуск евробондов (346 млн долл.), частично рефинансировав задолженность выпусками ЕСП с погашением в июне 2013 г. (остаточная стоимость на балансе - 181 млн долл.) и в июле 2013 г. (с учетом дисконта - 96 млн долл.). В целом программа размещения ЕСП составляет 1,4 млрд долл. В августе был размещен 1,5-годовой рублевый выпуск БО-07 номиналом 5 млрд руб. По программе биржевых облигаций банк имеет возможность разместить бумаги еще на 95 млрд руб. Ликвидная позиция банка восстановилась благодаря рефинансированию долговых инструментов, а также наращиванию позиции в ценных бумагах.
<b>Бонды Альфа-Банка являются неплохой альтернативой ВТБ и ГПБ</b>	В 1П 2012 г. чистая процентная маржа стабилизировалась на уровне 5%. Заметное улучшение операционной и чистой прибыли было связано с роспуском резервов (+140 млн долл. против их начисления во 2П 2011 г. на 100 млн долл.), снижением убытка по операциям с ценными бумагами (-23 млн долл.), а также сокращением операционных расходов (-5% п/п.). В результате возврат на капитал достиг 29,7%.
<b>Рублевые облигации выглядят дорого</b>	Общая достаточность капитала за 1П 2012 г. повысилась с 16,7% до 17,4% вследствие опережающего динамику активов роста прибыли. Мы отмечаем, что по достаточности капитала Альфа-Банк выглядит лучше крупнейших госбанков, текущий ее уровень комфортен для ранее озвученных планов прироста активов в 2012 г. на 15-20%.
<b>Рублевые облигации выглядят дорого</b>	Спреды AlfaBank17 (с купоном 7,875% годовых) к Russia 18 и AlfaBank21 - SBER 21 находятся вблизи своего среднего значения (250 б.п.) за последние 12 месяцев. Фактором сужения спреда (140 б.п.) бондов Альфа-Банка к кривой ВТБ может стать повышение рейтинга Moody's до инвестиционного уровня. Мы считаем бонды Альфа-Банка неплохой альтернативой ВТБ и ГПБ.
<b>Рублевые облигации выглядят дорого</b>	Недавно размещенные БО-7 котируются на уровне номинала с УТР 8,78% @ февраль 2014 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 220 б.п., с которым торгуются выпуски банков первого эшелона. Лучшей альтернативой Альфа-Банк БО-7 являются близкие по дюрации МСП-1 (УТР 8,82% @ март 2014 г.).

## Газпром: положительный поток превзошел все ожидания

FCF составил 7,1 млрд долл.

Вчера Газпром (BBB/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по итогам 1 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения влияния на кредитное качество компании. Рентабельность по показателю EBITDA сократилась с 43% в 1 кв. 2011 г. до 31% в 1 кв. 2012 г., главным образом, из-за платежей (в размере 79 млрд руб.), связанных со скидками на газ, предоставленными европейским потребителем, задним числом. С другой стороны, в 1 кв. 2012 г. свободный денежный поток Газпрома достиг 214 млрд руб., что в 2,5 раза больше, чем за весь 2011 г. За счет этого компания сократила общий долг на 8,6% кв./кв. до 1,4 трлн руб. В результате долговая нагрузка в отношениях Чистый Долг/EBITDA сократилась до 0,4х.

### Ключевые финансовые показатели Газпрома

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	4 кв. 2011	изм.
Выручка	1 224 878	1 316 747	-7%	1 340 434	-9%
Валовая выручка	298 967	498 508	-40%	480 313	-38%
Валовая рентабельность	24,4%	37,9%	-13%	35,8%	-11%
EBITDA	377 492	565 806	-33%	552 367	-32%
Рентабельность по EBITDA	30,8%	43,0%	-12,2 п.п.	41,2%	-10,4 п.п.
Чистая прибыль	357 841	467 969	-23%	383 371	-7%
Чистая рентабельность	29,2%	35,5%	-6,3 п.п.	28,6%	+0,6 п.п.
Операционный поток	597 621	390 425	+53%	569 698	+6%
Капвложения	-382 731	-397 406	-4%	-486 865	-21%
Свободный денежный поток	214 890	-6 981	-	82 833	2,6х
в млн руб., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	1 407 841	1 540 162	-9%		
Краткосрочный долг	383 507	366 868	+4%		
Долгосрочный долг	1 024 334	1 173 294	-13%		
Чистый долг	692 495	1 010 950	-31%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,40х	0,52х	-		

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Резкое падение выручки из-за платежей европейским потребителям...**

В 1 кв. 2012 г. валовая выручка Газпрома от реализации газа сократилась на 2% г./г., отражая падение продаж газа на 9% г./г. (до 162,3 млрд куб. м) и увеличения средней цены реализации на 7,5% г./г. (до 5 753 руб. за 1 тыс. куб. м). Однако чистая выручка от продаж природного газа упала на 17% г./г. из-за вышеуказанных платежей по скидкам. Снижение доходов от реализации газа было частично компенсировано увеличением выручки от продаж продуктов переработки (+19% г./г. до 256 млрд руб.) в основном за счет роста цен на нефть.

**...которые отразились и на рентабельности**

Ретроспективные платежи также повлияли и на рентабельность. Кроме этого, на прибыльности негативно сказался и рост операционных расходов на 12% г./г. до 872 млрд руб. (без учета эффекта от изменения запасов готовой продукции и пр.). Увеличение расходов связано с повышением ставки НДС до 509 руб. за 1 тыс. куб. м (+115% г./г.). В целом платежи по НДС Газпрома возросли на 55% г./г. до 158 млрд руб. На динамике расходов также отразились и затраты по транзиту продукции, которые увеличились на 8% до 281 млрд руб. в то время как экспорт газа в страны дальнего зарубежья упал на 8% г./г. (до 42,7 млрд куб. м). На чистую прибыль положительно повлияла прибыль по курсовым разницам в размере 119 млрд руб.

**Свободный денежный поток сгенерирован за счет сокращения рабочего капитала**

Рост свободного денежного потока связан с 1) увеличением операционного денежного потока на 53% г./г. (до 597,6 млрд руб.) за счет сокращения инвестиций в оборотный капитал и 2) сокращением капитальных вложений на 4% г./г. (до 383 млрд руб.). Часть свободных средств была направлена на погашение небольшой доли долгосрочных займов и выплату процентов. Денежные средства на балансе увеличились на 184,4 млрд руб. до 685,8 млрд руб.

Есть небольшие диспропорции на кривой Газпрома

Рублевые бумаги Газпрома, также как и длинные евробонды либо имеют низкую торговую ликвидность, либо находятся на средних значениях своих спредов к суверенной кривой. Несколько выбиваются из кривой эмитента (с премией 20-30 б.п.) лишь длинные бонды Gazprom 34 и Gazprom 37, однако потенциал их ценового роста ограничен длинной дюрацией (более 10 лет). Бонды Gazprom 21, 22, напротив, выглядят дорого, предлагая небольшой дисконт (10-15 б.п.) к кривой эмитента и бумагам Лукойла.

## Аэрофлот: консолидация временно ослабила EBITDA

Слабые результаты за 1П 2012г., однако улучшение не за горами

Аэрофлот (Fitch: BB+), крупнейший российский авиаперевозчик, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые ожидаемо ухудшились после консолидации авиаактивов Росавиа и деконсолидации ОАО "Терминал" (Шереметьево D). Однако мы считаем, что результаты 2П могут приятно удивить благодаря росту пассажирооборота, падению с мая цен на авиатопливо и постепенному проявлению синергетического эффекта (оптимизация маршрутной сети, пересмотр договоров лизинга и сокращение персонала).

### Ключевые финансовые показатели Группы Аэрофлот

В млн долл., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	3 614	2 344	+54%
ЕБИТДАР	516	501	+3%
Рентабельность по ЕБИТДАР	14%	21%	-7 п.п.
ЕБИТДА	247	331	-25%
Рентабельность по ЕБИТДА	7%	14%	-7 п.п.
Чистая прибыль	7	377	-98%
Чистая рентабельность	0,2%	16%	-16 п.п.
Операционный поток	582	599	-3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-95	-285	-67%
Капвложения	-83	-42	+1,98x
Финансовый поток	-311	-154	+2,0x
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 116	2 266	-7%
Краткосрочный долг	706	581	+21%
Долгосрочный долг	1 410	1 685	-16%
Чистый долг	1 553	1 871	-17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,7x	2,9x	-

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка выросла на 54% г./г. за счет консолидации активов Росавиа

Выручка группы Аэрофлот выросла на 54% г./г. до 3,61 млрд долл. в основном благодаря сегменту пассажирских перевозок (+65% г./г. до 2,996 млрд долл.), как из-за присоединения авиакомпаний Росавиа, так и оптимизации маршрутной сети.

В результате консолидации пассажирооборот вырос на 62% г./г. (+15,5% по проформе) до 32,7 млрд пкм, а количество перевезенных пассажиров – на 68,7% г./г. (+17% г./г. по проформе) до 12,1 млрд человек. В результате доля Группы на российском рынке увеличилась до 37,8% от общего пассажиропотока, в то время как у ближайшего конкурента – Трансаэро – доля рынка составляет всего 13,6%.

Средняя доходная ставка незначительно увеличилась – с 9 центов до 9,2 центов за счет роста на 9% ставки на внутренних линиях при ее снижении на международных линиях на 1% из-за усиливающейся конкуренции.

С географической точки зрения ключевыми регионами роста по-прежнему остаются Россия (+313 млн долл. проформа), а также Европа (+167 млн долл. проформа) и Азия (+107 млн долл. проформа), которые оправдывают существенное увеличение кресел по данным международным направлениям в 2П 2011г.

**Краткосрочные планы компании вполне достижимы**

До конца года Аэрофлот планирует перевезти 28 млн пассажиров, что предполагает рост пассажиропотока на треть по сравнению с 1П и будет возможно, по словам менеджмента, благодаря дальнейшей оптимизации маршрутной сети, загрузке новых рейсов, введенных в расписание в 1П 2012г., а также высокому сезону (в основном 3 кв.). Менеджмент ожидает, что доля компании в российском пассажиропотоке к концу года достигнет 38,1%. На наш взгляд, краткосрочные планы компании вполне достижимы.

**Долгосрочный план может столкнуться с инфраструктурными ограничениями**

В долгосрочной перспективе компания подтвердила свою цель увеличить пассажиропоток до 70 млн человек к 2015 г. при росте доли транзитного потока с 34% от пассажиропотока до 60% за счет расширения инфраструктуры базового аэропорта Группы, Шереметьево, что, по нашему мнению, может стать ключевым камнем преткновения для развития компании в случае дальнейших задержек в строительстве третьей взлетно-посадочной полосы в аэропорту. Доля Аэрофлота на внутренних линиях к концу этого периода должна вырасти с текущих 33,4% до 50% от пассажиропотока.

**Падение рентабельности было ожидаемо, так как эффективность купленных активов по-прежнему ниже**

Отличные результаты по выручке не привели, однако, к столь же впечатляющим итогам на уровне рентабельности: показатель EBITDAR Группы вырос всего на 3% г./г. до 516 млн долл., в то время как EBITDA упала на 25% г./г. до 247 млн долл. Негативное влияние на рентабельность оказала консолидация авиаактивов, которые находятся в процессе перестроения маршрутных сетей и еще не вышли на уровень безубыточности. Так, операционный убыток Донавиа составил 4,9 млн долл. за период, Оренэйр – 8,5 млн долл., Ладавиа – 33,9 млн долл., а/к Россия – 55,8 млн долл., а Сахалинские авиатрассы оказались единственным активом с небольшой операционной прибылью в размере 1,4 млн долл.

С точки зрения типов затрат ключевой негативный эффект оказал рост расходов на авиа ГСМ на 73% г./г. до 1,1 млрд долл. из-за роста пассажирооборота и увеличения средней цены на топливо на 10% г./г. до 931 долл. за тонну (данные по ОАО Аэрофлот, не по группе) в 1П 2012 г., что было частично компенсировано сокращением удельного расхода топлива на 4% до 317 грамм/км (данные по ОАО Аэрофлот).

Опережающими темпами также росли услуги по обслуживанию воздушных судов (на 78% г./г. до 588 млн долл.), расходы по операционной аренде (+58% до 269 млн долл.) и затраты на техническое обслуживание (+78% до 262 млн долл.) в основном из-за приобретения менее эффективных авиакомпаний (данные расходы на уровне ОАО Аэрофлот выросли на 21%, 13% и 21%, соответственно).

Расходы на персонал выросли на 35% до 568,6 млн долл. из-за индексации зарплат, а также увеличения персонала на 2% до 29,1 тыс. человек (в основном рост штата ОАО Аэромар (кейтеринг) по причине открытия двух филиалов, в Санкт-Петербурге и Владивостоке), что было частично компенсировано начавшейся оптимизацией персонала авиа «дочек», который сократился на 1,4% г./г. до 9,6 тыс. чел.

**Общий долг/EBITDA - 3,7х, чистый долг/EBITDA - 2,7х**

При небольшом снижении операционного денежного потока сокращение инвестиций позволило значительно увеличить свободный денежный поток (+54% г./г. до 484 млн долл.). На конец 1П 2012 г. общий долг Аэрофлота сократился на 7% до 2,1 млрд долл. по сравнению с началом года благодаря погашению кредитов и займов на общую сумму 202 млн долл. Остаток денежных средств был размещен на счетах, в результате денежные средства и эквиваленты выросли на 36% до 563 млн долл. и, соответственно, чистый долг снизился на 17% до 1,6 млрд долл. Показатель Общий долг/EBITDA незначительно увеличился до 3,7х, а Чистый долг/EBITDA остался стабильным на уровне 2,7х.

**Облигации Аэрофлота неинтересны**

В обращении находятся два выпуска биржевых облигаций эмитента - Аэрофлот, БО-01,02 на 12 млрд руб. с погашением в апреле 2013 г. На текущих уровнях доходности (YTM 7,7-7,9%) мы не видим торговых идей в бумагах компании.

## 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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### 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	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляцию по осени считают

### Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

### Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

### 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

### 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

**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.