

Пульс рынка

- **Из Китая повеяло холодом.** Очередная порция макроданных по Китаю за июль оказалась заметно хуже ожиданий. Объем экспорта вырос лишь на 1% г./г. (ожидалось 8%), а в прошлом месяце этот показатель составил 11,3%. Продажи из Китая в ЕС сократились на 16,2%, экспорт в США вырос лишь на 0,6% против 10,6% в предыдущем месяце. Импорт также замедлился, но не так сильно: его рост составил 4,7% г./г. (ожидалось 7%). Кроме того, был зафиксирован резкий спад в кредитовании: объем новых кредитов в местной валюте составил лишь 540 млрд юаней, что на 41% ниже, чем в прошлом месяце. Данные явно свидетельствуют об усилении негативного влияния европейского кризиса на экономику Китая, что может привести к ее жесткой посадке. Кроме того, экономика страны все еще не может переориентироваться с модели экспортного роста к стимулированию внутреннего потребления. В этой связи рынки ожидают дополнительных мер поддержки экономики (благо, что низкие инфляционные риски создают свободу для действий). Финансовые рынки по-прежнему остаются в боковом тренде, поводов для роста пока нет.
- **Рынок негативно воспринял выход PPF из НОМОС-Банка (-/ВаЗ/ВВ).** Новость, как мы и предполагали, была весьма негативно воспринята инвесторами: акции обесценились на 10%, котировки субординированного выпуска NOMOS 19 просели на 1,5 п.п. до номинала. Несмотря на то, что чешская группа PPF не имеет международного рейтинга, ее присутствие в капитале НОМОС-Банка усиливало кредитный профиль банка как с точки зрения корпоративного управления, так и возможной финансовой поддержки в случае острой необходимости (например, PPF оказывала такую поддержку ХКФ Банку). Кроме того, не исключена негативная реакция со стороны рейтинговых агентств, которая может стоить понижением кредитного рейтинга. Мы считаем, что евробонды NOMOS 15,19 и рублевые облигации, предлагающие спред к кривой ОФЗ в размере 250-300 б.п., выглядят дорого.
- **Госбанки не сбавляют активность на "первичке".** В ходе вчерашнего доразмещения Сбербанку удалось реализовать бумаги на 300 млн долл. из выпуска SBER 17 (с купоном 4,95% годовых) с УТМ 3,95%, что на момент размещения предполагало премию 22 б.п. по доходности и, соответственно, дисконт 1 п.п. в цене ко вторичному рынку. По итогам торгов выпуск SBER 17 подешевел на 0,7 п.п., что отражает не только предложение новых бумаг, но и ухудшение рыночной конъюнктуры: близкие по дюрации бумаги Russia 17 и RSHB 17 потеряли в цене порядка 0,4-0,5 п.п. По нашему мнению, объем доразмещения выглядит скромным в сравнении с размером предложенной премии к рынку и свидетельствует, скорее всего, о снижении аппетита инвесторов на среднесрочные и длинные бонды даже качественных эмитентов. Поскольку госбанки часто появляются на первичном рынке, имея повышенную потребность в длинной ликвидности, не исключено, что предложение от них уже "приелось" инвесторам.
- **ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными,** аргументируя решение тем, что на росте инфляции сейчас сказалось разовое повышение тарифов и всплеск продовольственных цен, тогда как базовая инфляция, отражающая целевые для ЦБ среднесрочные инфляционные тренды, ускоряется незначительно. В дальнейшем Банк России не исключает воздействия продовольственных шоков на инфляционные ожидания, что, как мы полагаем, может стать поводом для повышения ставок. Отличием от прежних пресс-релизов служит акцент ЦБ на снижении рисков опережающего роста кредитной активности благодаря стабилизации темпов роста розничного и корпоративного кредитования. В числе причин ЦБ называет тенденцию к росту ставок на денежном рынке, которая, на наш взгляд, служит проявлением ужесточения монетарной политики и может позволить регулятору повременить с повышением ключевых ставок. Вдобавок, из пресс-релиза исчезли слова про сохранение текущих параметров политики на "ближайшее время", что с формальной точки зрения демонстрирует готовность ЦБ к ее ужесточению. Хотя мы и ожидаем, что ЦБ продолжит сужать процентный коридор, учитывая напряженность на денежном рынке, регулятор, скорее, сначала повысит ставку по депозитам не раньше октября, и лишь потом все ставки.

Темы выпуска

- Банк Центр-инвест: розница повысила прибыльность
 - НЛМК: продукция HVA поддержала маржу
-

Банк Центр-инвест: розница повысила прибыльность

КБ «Центр-инвест» (Moody's: Ba3), 76-й по размеру активов (что на 3 ступени выше, чем в 2011 г.) и крупнейший региональный банк на юге РФ, опубликовал сокращенный отчет по МСФО за 1П 2012 г., который произвел на нас нейтральное впечатление.

Ключевые финансовые показатели Центр-Инвест

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012 г.	31 дек. 2011 г.	изменение
Активы	60 314	54 537	+11%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	49 018	44 766	+9%
розничные	16 869	14 502	+16%
корпоративные	32 149	30 264	+6%
NPL (90+)/Кредитный портфель	н/д	5,5%	-
Средства клиентов	40 339	39 001	+3%
Выпущенные долговые бумаги	6 470	3 721	+74%
Собственные средства	7 029	6 686	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	17,6%	18,2%	-0,6 п.п.
в млн руб., если не указано иное	1П 2012 г.	2П 2011 г.	изменение
Чистый процентный доход до резервов	1 739	1 578	+10%
Чистый комиссионный доход	315	330	-5%
Операционные доходы	1 576	1 485	+6%
Чистая прибыль	547	404	+35%
Чистая процентная маржа	н/д	7,2%	-

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Экспансия в розницу продолжилась

С начала года кредитный портфель банка вырос на 9,5% до 49 млрд руб., что чуть ниже темпов роста всего банковского сектора (который составил 11,3%). Опережающую динамику, по-прежнему, демонстрирует розничный сегмент (+16,3% до 16,9 млрд руб.): прирост потребительских кредитов и ипотеки составил 22% и 15,4% до 8,8 млрд руб. и 6,9 млрд руб., соответственно. Доля розничного сегмента выросла с 32,4% до 34%. Наибольшая активность в кредитовании была отмечена в сегменте сельского хозяйства (+25,5% до 8,75 млрд руб.).

Информация о качестве кредитов отсутствует

К сожалению, опубликованные данные не содержат информации о просроченной задолженности (NPL), что не позволяет нам судить о качестве кредитного портфеля. Напомним, показатели NPL 30+ и NPL 90+ на 1 января 2012 г. составляли 6% и 5,5%, соответственно. Объем списаний безнадежных кредитов в 1П 2012 г. составил 254,5 млн руб., для сравнения - во 2П 2011 г. списано было 209 млн руб. Норма резервирования осталась на уровне 6,1%.

Медленный приток клиентских средств

Увеличение обязательств (+11,4% до 53,3 млрд руб.) произошло главным образом за счет выпуска долговых ценных бумаг (+74% до 6,5 млрд руб.), в том числе БО-2 номиналом 1,5 млрд руб. Средства клиентов увеличились лишь на 3,4% до 40,3 млрд руб.

Произошло заметное улучшение ликвидной позиции

Сокращение портфеля ценных бумаг в активах (почти в два раза до 466 млн руб.) и увеличение выпущенных долговых ценных бумаг позитивно сказалось на ликвидной позиции банка: дефицит ликвидности на горизонте 6 месяцев сократился с 1 млрд руб. до 143 млн руб. В течение 12 месяцев после отчетной даты предстоит исполнить обязательства (пройти через оферты) по облигациям на сумму 6,5 млрд руб. (до конца этого года - 2,5 млрд руб.) По оценкам банка, в предположении постоянства 30% средств клиентов ликвидная позиция становится положительной в размере 5,8 млрд руб. на горизонте 6 месяцев. Улучшение рыночной конъюнктуры будет использовано банком для выхода на первичный рынок облигаций, объем зарегистрированных бумаг составляет (4 млрд руб.).

ЧПД вырос быстрее кредитного портфеля

Позитивным моментом является увеличение чистых процентных доходов (+10,2% п./п. до 1,74 млрд руб.) темпами, опережающими (хотя и немного) прирост кредитования, что, скорее всего, является следствием роста доли потребительских кредитов (характеризующихся высокой доходностью) в портфеле. Административные и прочие операционные расходы сократились на

**Бумаги эмитента -
неплохой выбор для
carry-trade**

13% п./п. В результате чистая прибыль увеличилась на 35% п./п. до 547 млн руб. Достаточность капитала немного снизилась на 60 б.п., оставшись на комфортном уровне 17,6%. Показатель Н1 составил 12,92% (-53 б.п.). Обращающиеся выпуски эмитента котируются со спредом к кривой ОФЗ в размере 350-400 б.п., в частности, самый длинный выпуск ЦентрИнвест-2 (включен в список РЕПО ЦБ) предлагает УТР 10,0% @ июнь 2013 г., что, по нашему мнению, является адекватной оценкой универсального банка с рейтингом категории ВВ-/Вa3. Мы считаем бумаги эмитента неплохим выбором для реализации стратегии carry-trade.

НЛМК: продукция HVA поддержала маржу

**Сильные результаты
за 2 кв., в 3 кв.
ожидается некоторое
ухудшение из-за
падения цен на сталь**

НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) представил достаточно сильные финансовые результаты за 2 кв. 2012 г. по US GAAP, продемонстрировав улучшение рентабельности по EBITDA кв./кв. на 4,3 п.п., и за полугодие в целом - на 3 п.п. относительно предыдущего полугодия за счет наращивания продаж продукции с высокой добавленной стоимостью (HVA) и снижения цен на сырье, в частности - коксующийся уголь. На фоне падения цен на металлопродукцию в 3 кв., компания прогнозирует снижение выручки и некоторое ухудшение рентабельности, которое, тем не менее, будет несколько компенсировано снижением цен на уголь.

**Наличие ликвидности
на балансе снижает
риски
рефинансирования**

Продолжающееся увеличение долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA LTM) во 2 кв. с 1,69x до 1,91x связано преимущественно с резким ухудшением конъюнктуры, начиная со 2П 2011 г., и, как следствие, снижением LTM EBITDA. Мы отмечаем, что доля краткосрочной задолженности достигла 45% (~2 млрд долл.), в том числе, в связи с предстоящим погашением трех рублевых выпусков общим номиналом 25 млрд руб. и наступлением оферты еще по двум на 10 млрд руб. (всего ~1,1 млрд долл.). Однако наличие на балансе НЛМК ликвидности в объеме ~800 млн долл. снижает эти риски.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	2П 2011	изм.
Выручка	3 257	3 094	+5%	6 351	6 387	-1%
EBITDA	596	432	+38%	1 028	843	+22%
Рентабельность по EBITDA	18,3%	14,0%	+4,3 п.п.	16,2%	13,2%	+3 п.п.
Чистая прибыль	276	174	+59%	449	344	+30%
Операционный поток	304	502	-39%	807	979	-18%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-603	-123	+4,9x	-726	-1 064	-32%
Капвложения	-453	-358	+26%	-810	-1 126	-28%
Финансовый поток	111	-183	-	-72	-132	-45%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 343	4 474	-3%
Краткосрочный долг	1 971	1 781	+11%
Долгосрочный долг	2 373	2 693	-12%
Чистый долг	3 574	3 549	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,91x	1,69x	-

EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки был
обеспечен
наращиванием
продаж HVA**

Выручка НЛМК во 2 кв. возросла на 5% кв./кв. до 3,3 млрд долл. за счет увеличения объемов продаж продукции с высокой добавленной стоимостью (+3%) на фоне небольшого снижения совокупных объемов (-1% кв./кв.) и сохранения цен реализации в целом на уровне предыдущего квартала.

Основную поддержку выручке оказали продажи в РФ (+10% кв./кв. до 1,2 млрд долл.) благодаря сезонному восстановлению спроса со стороны строительного сектора и машиностроения (этот эффект несколько "смазан" из-за ослабления рубля относительно доллара США). При этом произошло сокращение выручки в Азии (снижение спроса) и на Ближнем Востоке (сезонность). Несмотря на то, что продажи в ЕС и США в денежном

Улучшение рентабельности за счет HVA продаж, низких цен на сырье и ослабления рубля

выражении даже выросли, мы отмечаем сокращение физических объемов реализации: в США за счет роста конкуренции и в ЕС из-за падения спроса на фоне углубления кризиса. Существенно опережающему росту EBITDA (+38% кв./кв.), помимо наращивания доли продукции HVA, способствовали главным образом два фактора: во-первых, снижение цен на ключевые виды сырья и, во-вторых, ослабление рубля, поскольку большая часть расходов компании (в отличие от выручки) производится именно в этой валюте. В итоге рентабельность по EBITDA во 2 кв. составила 18,3%, что на 4,3 п.п. выше, чем в 1 кв. 2012 г.

В 3 кв. ожидается снижение выручки при меньшем эффекте на рентабельность

По данным компании, операционные результаты в 3 кв. ожидаются на уровне 2 кв., однако на фоне снижения цен на металлопродукцию (например, цены на горячекатаный прокат, по нашим оценкам, уже снизились на 7% относительно уровня 2 кв.) выручка может сократиться на 5-10% кв./кв., при меньшем эффекте на рентабельность (ожидается 16-18%) за счет снижения цен на сырье и продолжающегося (на настоящий момент) ослабления рубля в целом. В частности, по оценкам компании, cash cost сляба опустится на 3-5% кв./кв.

В 2012 г. капвложения будут на 20% ниже уровня 2011 г.

Снижение операционного потока во 2 кв. относительно предыдущего кв. до 304 с 502 млн долл. связано преимущественно с тем, что в 1 кв. из оборотного капитала были высвобождены средства в объеме 152 млн долл. Инвестиции составили 603 млн долл., из них - 453 млн долл. капвложения и 150,5 млн долл. - выплата очередного транша в рамках покупки SIF. В целом на капзатраты в 1П 2012 г. израсходовано 810 млн долл., во второй половине года предстоит вложить еще почти столько же.

По прогнозам менеджмента, объем капвложений в 2012 г. будет на 20% меньше чем в 2011 г., т.е. составит ~1,6 млрд долл., поскольку основные масштабные инвестиции уже завершены, в частности, была увеличена производственная мощность липецкой площадки в РФ. Инвестиции в ближайшие годы будут направлены в горнодобывающие проекты, на повышение эффективности производства и снижение энергопотребления, повышение качества продукции, а также экологические проекты. В целом программа капвложений, по нашим оценкам, может быть профинансирована за счет операционных денежных потоков компании, а также возможно использование накопленных денежных средств (769 млн долл.).

Интерес в сделках M&A может привести к росту долга

В ходе телеконференции менеджментом НЛМК было озвучено, что, поскольку собственное производство коксующегося угля не ожидается как минимум в ближайшие 2 года, компания заинтересована в сделках M&A. В этом случае мы не исключаем роста долговой нагрузки компании.

Привлечение публичного долга зависит от рыночной конъюнктуры

Совокупный долг за 2 кв. снизился на 3% до 4,3 млрд долл., при этом краткосрочная задолженность возросла на 11%, и ее доля в общем долге достигла 45%. Мы отмечаем, что большую часть долга компании предстоит погасить в следующем году. Существенную долю в краткосрочном долге занимают рублевые выпуски облигаций. На рынке рублевых облигаций ситуация пока неблагоприятна для НЛМК. Так, в июле был отменен вышедший в маркетинг 2-летний выпуск эмитента БО-4 на 5 млрд руб. У компании зарегистрировано еще пять 10-летних выпусков в объеме 50 млрд руб., сроки по размещению которых определены до конца 2012 г. Даже при сохранении неблагоприятной конъюнктуры на публичных рынках, на наш взгляд, компания сможет привлечь для рефинансирования банковские кредиты или в крайнем случае использовать накопленные денежные средства для погашения долга.

Бумаги оценены справедливо

Облигации эмитента торгуются со спредом к кривой ОФЗ в пределах 150-170 б.п., в частности, самые длинные НЛМК БО-7 предлагают YTM 8,47% @ ноябрь 2014 г. (=ОФЗ+165 б.п.). Напомним, что недавно НЛМК не смог найти спрос на 2-летние БО-4 с ориентиром YTM 8,32-8,52%, который соответствует спреду к ОФЗ в размере 160-180 б.п.

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

Инфляция: наши виды на урожай

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

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

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.