

10 сентября 2012 г.

Пульс рынка

- **Инвесторы поверили в положительный исход европейской саги.** Прошлая неделя завершилась ралли на финансовых рынках, которое стало следствием реакции (по нашему мнению, даже слишком бурной) на антикризисный план ЕЦБ. В частности, евро подорожал до 1,28 долл., доходность 10-летних бондов Испании снизилась на 36 б.п. до YTM 5,63%, что, по-видимому, отражает уверенность инвесторов в спасении страны. Мы пока с осторожностью относимся к антикризисным возможностям представленного плана, который предполагает (по крайней мере, частичную) утрату суверенитета спасаемой страны в обмен на не слишком щедрую помощь. В этой связи стоит вспомнить Грецию, которая все еще не может согласовать новые меры экономии с "тройкой" для получения очередного транша помощи. Интересной выглядит точка зрения Дж. Сороса, который считает, что Германии надо либо выйти из еврозоны, либо согласиться на выпуск единых бондов. После столь сильного роста рынков в пятницу (индексы акций прибавили 2%, российские суверенные бонды обновили свои ценовые максимумы), сегодня, скорее всего, последует техническая коррекция.
- **В ожидании 12 сентября.** На предстоящей неделе основные события произойдут в среду, когда начнется заседание FOMC (ключевым вопросом является запуск QE3), а также будет объявлено решение конституционного суда Германии по поводу легитимности ESM. В отчете по американскому рынку труда, опубликованному в пятницу, снижение уровня безработицы на 0,2 п.п. до 8,1% было нивелировано замедлением темпа роста числа занятых (ниже консенсус-прогноза) как в частном секторе, так и в несельскохозяйственных отраслях, что свидетельствует о довольно слабом состоянии рынка труда и тем самым повышает вероятность запуска QE3. В целом последняя макростатистика по США указывает на продолжающееся восстановление экономики, которое имеет неустойчивый характер (о чем свидетельствует волатильность макроиндикаторов). Не лучшим образом обстоят дела в Китае: в августе объем импорта упал г./г. на 2,6%, в то время как в прошлом месяце рост составил 4,7% (причиной по-прежнему является снижение спроса на европейских рынках, которое не может быть компенсировано за счет внутреннего потребления).
- **"Корпораты" потянулись на "первичку".** Магнит (S&P: BB-/стабильный) начал маркетинг облигаций в объеме 5 млрд руб. с ориентиром YTP 8,89-9,10% к 2-летней оферте и YTM 9,20-9,46% к погашению через 3 года, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 225-245 б.п. и 215-240 б.п., соответственно. Принимая во внимание недавнее размещение 2-летних бумаг НЛМК со спредом к кривой ОФЗ на уровне 185 б.п., мы оцениваем справедливое положение 2-летних облигаций Магнита около 260 б.п. Интерес к 3-летним облигациям (несмотря на неплохое кредитное качество эмитента), скорее всего, будет низким по причине сохраняющегося дефицита длинной рублевой ликвидности, а также неопределенности на внешних рынках.
- **Вероятно снижение рейтинга НОМОС-Банка (-/Ba3/BB).** Fitch переместило рейтинг НОМОС-Банка на пересмотр с негативным прогнозом, приведя в качестве обоснования постепенное сближение его профиля риска к уровню ФК "Открытие" (S&P: B-) и возможное использование НОМОС-Банка для оказания поддержки Открытию в случае необходимости. Мы сохраняем свою рекомендацию продавать субординированный выпуск NOMOS 19 (YTM 10,1%) с рейтингами (B1/-/BB-). Для сравнения более короткий субординированный выпуск PSB 18 (Ba3/-/B+) предлагает YTM 11,3%.

Темы выпуска

- КБ Ренессанс Капитал: стабильная маржа при росте розничных депозитов
- РМК: запас прочности сохраняется

КБ Ренессанс Капитал: стабильная маржа при росте розничных депозитов

КБ Ренессанс Капитал (В/В2/В) опубликовал выборочные показатели по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально.

Ключевые финансовые показатели КБ Ренессанс Капитал

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 декабря 2011	изменение
Активы	70,2	61,6	+14%
Кредиты клиентам за вычетом резервов	55,9	49,8	+12%
NPL (90+)/Кредитный портфель	6,7%	4,6%	+2,1 п.п.
Счета и депозиты клиентов	42,7	31,7	+35%
Выпущенные долговые ценные бумаги и МБК	10,3	14,4	-28%
Собственные средства	14,9	13,6	+10%
Коэффициент общей достаточности капитала	22%	23%	-1 п.п.
ROAA	4%	6%	-2 п.п.
ROAE	18%	22%	-4 п.п.
Чистая процентная маржа	19%	19%	-

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Мы отмечаем, что по темпу роста кредитного портфеля, который практически полностью состоит из розничных продуктов (+12% с начала года), банк заметно отстает как от своих ближайших конкурентов (ХКФБ - +32%, БРС - +26%), а также в целом от динамики розничного сегмента по системе (+18%).

Показатель NPL 90+ увеличился как в абсолютном, так и в относительном выражении и выглядит несколько выше в сравнении с ХКФБ (6%) и БРС (1,9%). Тем не менее, однозначные выводы о качестве портфеля сделать затруднительно, т.к. детальная информация банком не представлена (в частности, об объеме списаний плохих кредитов за период и норме резервирования).

Позитивным моментом является стабилизация чистой процентной маржи на достаточно высоком уровне в 19% (ХКФБ - 20%, БРС - 18,7%) даже при опережающем динамике кредитного портфеля темпе роста срочных депозитов физлиц (+36% с начала года). В абсолютном выражении приток розничных депозитов также был выше прироста кредитов (+9,8 млрд руб. и 6,1 млрд руб., соответственно). На 30 июня они составляют 67% обязательств банка.

Ухудшение прибыльности (возврат на капитал уменьшился на 4 п.п. до 18%) привело к некоторому снижению коэффициента общей достаточности капитала по Базелю, однако он остается на приемлемом уровне - 22% (ХКФБ - 17,1%, БРС - 17,4%), что создает определенный запас прочности для более активного кредитования во 2П 2012 г.

Рублевые облигации торгуются на уровне YTM 12,5% @ август 2013 г., который не выглядит интересным для покупки (лучшей альтернативой являются бумаги ТКС Банка). Евробонды имеют низкую ликвидность и котируются выше YTM 18%, что является неплохой возможностью для спекулятивной покупки в сегменте высокодоходных бондов.

PMK: запас прочности сохраняется

Краткосрочные риски рефинансирования остаются на невысоком уровне

Русская медная компания (PMK), третий по величине производитель меди в России, предоставила нам результаты своей финансовой деятельности по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка компании в 1П 2012 г. снизилась на 13% п./п. до 781 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA увеличилась на 3,2 п.п. до 24,6%. Общий долг сократился на 30 млн долл., а чистый долг из-за использования накопленных денежных средств увеличился как в абсолютном выражении (на 69 млн долл.) до 1 249 млн долл., так и в отношении к показателю LTM EBITDA с 3,0х до 3,24х. Краткосрочная часть долга составляет 275 млн долл., или 22% от всей задолженности. Наличие подушки ликвидности в виде невыбранных кредитных линий (484 млн долл.) и денежных средств на балансе (16 млн долл.) также снижает риски рефинансирования в ближайшее время. Кредитный профиль эмитента сохраняет запас прочности к снижению цен на медь (по нашим оценкам, на 20-30% от текущего уровня 7 700 долл./т).

Ключевые финансовые показатели PMK

В млн долл., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.
Выручка	781	902	-13,4%
Валовая прибыль	231	239	-3,3%
Валовая рентабельность	29,6%	26,5%	-3,1 п.п.
EBITDA	192	193	-0,5%
Рентабельность по EBITDA	24,6%	21,4%	+3,2 п.п.
Чистая прибыль	72	39	+1,85х
Чистая рентабельность	9,2%	4,3%	+4,9 п.п.
Операционный поток	139	126	+10%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-206	-149	+38%
Капвложения	-195	-205	-4,9%
Финансовый поток	-39	140	-0,72х
в млн долл., если не указано иное	31 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 265	1 297	-2,5%
Краткосрочный долг	275	261	+5,4%
Долгосрочный долг	990	1 036	-4,4%
Чистый долг	1 249	1 180	+5,8%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,24х	3,02х	-

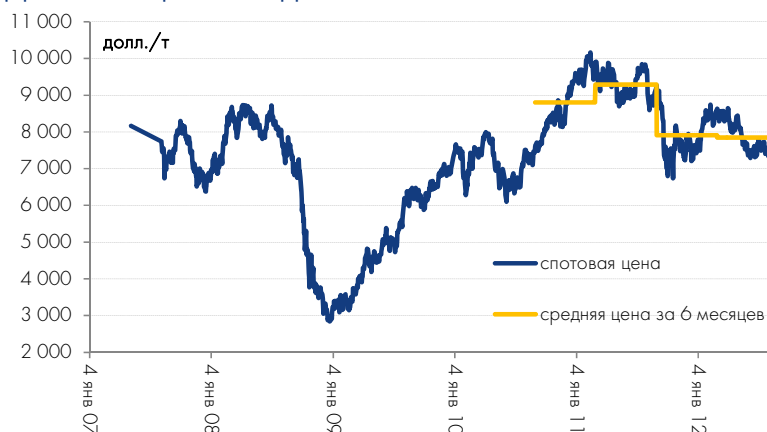
*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика выручки с запаздыванием отреагировала на коррекцию цен на медь

В 1П 2012 г. падение выручки п./п. оказалось более сильным, чем снижение средней цены на медь, которое, исходя из котировок фьючерсных контрактов на LME, составило умеренные 2,4%. Из-за лага между ценой реализации и котировками spot динамика выручки в 1П, скорее всего, отражает изменение цен на медь во 2П 2011 г., когда наблюдалось их падения на 16% п./п. Стоит отметить, что во 2 кв. цены на медь продемонстрировали рост (на 9% кв./кв.), почти вернувшись к уровням начала года. В 3 кв. на рынке цветных металлов наблюдается консолидация цен на достигнутых уровнях. В структуре выручки п./п. произошло сокращение доли медной продукции с 86% до 80%.

Динамика цен на медь на LME



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Техническое повышение рентабельности

Заметное увеличение рентабельности на фоне негативной динамики цен на медь было обусловлено опережающим снижением затрат на закупаемое сырье (-26% п./п.). Отметим, что около 60% всей медной продукции производится из лома цветных металлов, закупаемого по агентскому договору Уральской Сырьевой Компанией, являющейся не консолидируемым на балансе РМК СП с УГМК. Поскольку маржа за рафинирование лома для РМК фиксируется преимущественно в абсолютных величинах, снижение цен на лом привело к более быстрому сокращению стоимости сырья в сравнении с выручкой от реализации медной продукции.

Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале во 1П 2012 г. вырос п./п. на 40% до 217 млн долл., при этом прибыль до уплаты налога увеличилась на 50%. Заметного изменения в оборотном капитале не произошло в отличие от 2П 2011 г., когда поступление денежных средств из него составило 41,4 млн долл. В итоге чистый денежный поток от операционной деятельности оказался лишь на 10% выше, чем во 2П 2011 г., и составил 214 млн долл.

Операционного потока не хватило на CAPEX

Инвестиции во 1П 2012 г. (на покупку основных средств и прав на разработку месторождений) практически не изменились п./п., составив 195 млн долл. Основным проектом остается строительство горно-обогатительного комбината на месторождении "Михеевское". Операционного денежного потока оказалось недостаточно для финансирования капитальных инвестиций в сумме с уплаченным налогом на прибыль (28,5 млн долл.) и процентными платежами (46 млн долл.). Недостаток средств был покрыт за счет денежных средств (их объем сократился на 101 млн долл. до 16,2 млн долл.), которые также были потрачены на погашение долга (-30,2 млн долл.) и выплату дивидендов 9 млн долл.

Реализация инвестпрограммы при сохранении низких цен на медь приведет к увеличению долга

Основная часть капитальных расходов, запланированных на 2012 г., приходится на разработку Михеевского месторождения (в объеме 248 млн долл. без НДС), которые преимущественно будут финансироваться за счет кредитных линий проектного финансирования, открытых в Газпромбанке, что, очевидно, приведет к росту долга. Насколько мы понимаем, залог 100% акций Михеевского ГОК, который произошел в 1П 2012 г. является условием открытия этих кредитных линий. С другой стороны, у компании есть возможность перенести часть инвестиций до улучшения конъюнктуры.

Отсутствие рейтинга ограничивает ценовой рост бумаг РМК

Обращающиеся выпуски РМК Финанс-3 (УТР12,9% @ декабрь 2013 г.) и РМК Финанс-4 (УТР12,8% @ июль 2014 г.) имеют низкую ликвидность и, на наш взгляд, не имеют потенциал для ценового роста, в том числе, из-за отсутствия рейтинга у компании (и, как следствие, отсутствие возможности для попадания в список РЕПО). Кроме того, текущая конъюнктура финансовых рынков не способствует спросу на бумаги эмитентов третьего эшелона.

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

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	abaiкова@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.