

Пульс рынка

- ▶ Позитивный фон на финансовых рынках после публикации коммюнике ФРС накануне сохранился. Макростатистика в целом оказалась нейтральной: ADP-свод платежных ведомостей немного не оправдал ожиданий, заказы на производственные товары выросли выше консенсус-прогноза. В целом восприятие статданных по США до следующего заседания ФРС США будет обратно ее качеству: чем хуже статистика, тем сильнее ожидания запуска QE3. Это поддержит спрос на рискованные активы, особенно связанные с сырьевым сектором. Несмотря на высокую вероятность дефолта по суверенному долгу Греции, о чем свидетельствует уровень доходности по ее годовым бумагам (>YTM60% к погашению в 2012 г), беспокойство о ситуации в ЕС в целом несколько утонуло, что позволило европейским индексам акций подрасти на 2-3%, опередив тем самым американские индексы. Аппетит на риск способствовал сужению спреда развивающихся стран, в частности 5Y CDS на Россию и Бразилию сократился на 10 б.п. до 190 и 142 б.п. соответственно. Из сегодняшних событий интерес заслуживает публикация индекса о состоянии производителей (ISM), а также число обращений за пособиями по безработице.
- ▶ На вчерашнем аукционе по размещению средств ЖКХ спрос превысил предложение более чем в 10 раз, что свидетельствует о сохраняющихся опасениях приближающегося дефицита ликвидности. Ставка отсечения составила 5,31% годовых на срок 35 дней, что на 90 б.п. выше месячной ставки MosPrime. Мы полагаем, что страхи участников рынка преувеличены (см. в соответствующей теме этого выпуска).
- ▶ Стабилизация котировок нефти Brent на уровне 114 долл./барр. наконец привела к укреплению рубля, при этом стоимость бивалютной корзины ЦБ снизилась на 15-20 б.п. до 34,58 руб. Мы считаем, что дальнейшее снижение ставок по длинным валютным свопам будет способствовать повышению активности покупателей в среднесрочных облигациях, прежде всего первого эшелона.

Темы выпуска

- ▶ **Денежный рынок: свободных бюджетных средств хватит на всех**
 - ▶ **Промсвязьбанк сделал розничный задел**
 - ▶ **ЛУКОЙЛ: высокая цена на нефть - всё, что нужно для положительных результатов**
-

Денежный рынок: свободных бюджетных средств хватит на всех

Банковская система прошла августовский налоговый период относительно спокойно...

Несмотря на резкое ослабление рубля и отсутствие покупок валюты со стороны ЦБ большую часть августа банковская система прошла налоговый период относительно спокойно. В самую острую фазу - 29 и 30 августа, в момент уплаты налога на прибыль и сразу после него, ставка RUONIA overnight приближалась к 5%, а объем РЕПО с ЦБ составлял 10-15 млрд руб. Уже 31 августа, за счет вливаний средств бюджета ситуация на денежном рынке заметно улучшилась.

...благодаря размещению 220 млрд руб. бюджетных средств

Благодарить за столь спокойное прохождение налогового периода необходимо Минфин, который за август разместил на депозитах коммерческих банков 220 млрд руб. (170 млрд руб. за вычетом погашения депозитов). Таким образом, операции Минфина полностью заменили интервенции ЦБ (которые ежемесячно составляли около 120-150 млрд руб.) в качестве источника ликвидности.

Минфин готов в случае необходимости и дальше наращивать объем размещения

Минфин и ЦБ (которые работают в тесном сотрудничестве при определении параметров размещения бюджетных средств) прекрасно понимают всю важность предоставления необходимой ликвидности банковской системе в условиях негативного внешнего фона. Это подтверждают как заявления их руководителей, так и непосредственно их действия в августе, которые носили упреждающий характер. По нашему мнению, в последующие месяцы, по крайней мере пока ситуация на валютном рынке не успокоится, политика регуляторов не изменится. При этом, чтобы не допустить ошибки, предложение бюджетных средств будет проходить с запасом.

Свободных средств федерального бюджета для этого хватит

По нашим оценкам, на счетах Минфина в казначействе сейчас находится более 900 млрд руб. свободных средств, полученных в этом году ("профицит федерального бюджета за январь-август около 800 млрд руб." + "чистое привлечение долга 770 млрд руб." - "размещение на депозитах коммерческих банков 660 млрд руб."), и еще 512 млрд руб. остатков прошлого года. Большая часть данных средств понадобится ему только в декабре, так как до этого времени федеральный бюджет будет исполняться либо с профицитом, либо лишь с небольшим дефицитом. Поэтому в сентябре-ноябре Минфин сможет серьезно нарастить объем размещения средств на депозиты без ущерба для исполнения бюджета.

Мы рассмотрели достаточно негативный сценарий, когда ЦБ не покупает и не продает валюту до конца 2011 года

Для того, чтобы проиллюстрировать наше видение ситуации с ликвидностью до конца года, мы рассмотрели достаточно негативный сценарий, когда в течение этого времени валютные интервенции ЦБ равны нулю, то есть корзина в данный период колеблется в диапазоне 34,1-35,1 руб., а отток капитала примерно соответствует сальдо текущего счета (\$30 млрд за сентябрь-декабрь). Таким образом, мы не предполагаем нового внешнего

шока и интенсификации оттока капитала с текущего уровня. Исходя из принятых нами предпосылок, снижение ликвидности не будет серьезным, так как к концу года расходы Минфина растут и, если бюджет в отдельные месяцы и сводится с профицитом, то он уже будет исчисляться не сотнями, а десятками миллиардов рублей.

Факторы формирования банковской ликвидности в сентябре-декабре 2011 г., млрд руб.

	сен	окт	ноя	дек
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	-30	-90	120	1200
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	-20	-40	-10	-500
Чистое размещение ОФЗ ("-" чистое привлечение)	10	-20	-20	-40
Итого изменение ликвидности	-40	-150	90	660
Погашение депозитов Минфина	-119	-176	-204	-140
Необходимое размещение бюджетных средств	159	326	114	-520

Источник: расчеты Райффайзенбанка

Мы считаем, что Минфин предоставит необходимую ликвидность, динамика ставок overnight в сентябре-ноябре будет похожа на августовскую

В декабре, когда бюджетные депозиты будут погашаться, возможен острый дефицит ликвидности, однако он будет продолжаться в течение всего нескольких дней

Как только рынок поймет, что опасения по поводу ситуации с ликвидностью сильно преувеличены, среднесрочные ставки денежного рынка и доходности коротких

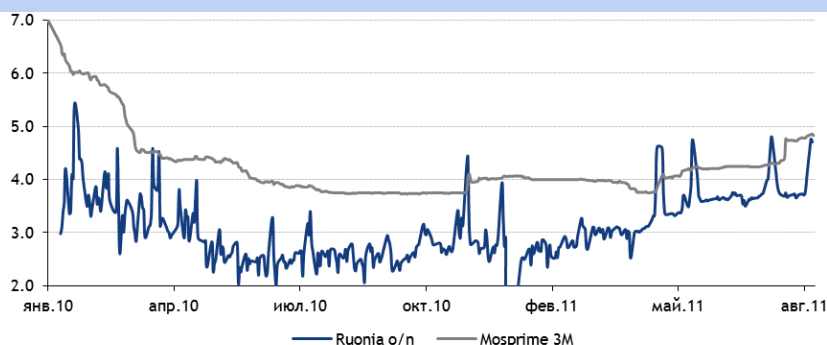
Таким образом, если не предполагать нового внешнего шока, ситуация с банковской ликвидностью в сентябре-ноябре выглядит вполне управляемой. Мы прогнозируем, что в этот период динамика ставок overnight будет в целом похожа на августовскую (средняя ставка RUONIA в августе составила 3,9%): большую часть времени они будут находиться у депозитной ставки ЦБ, а в течение двух-трех дней в конце налогового периода подниматься до 5%.

Отдельных слов заслуживает декабрь. В этом месяце будут массово погашаться почти все бюджетные депозиты, а потом данные средства будут вновь возвращаться в систему уже в качестве расходов бюджета. Очевидно, что подгадать сроки так, чтобы два этих процесса произошли одновременно очень сложно. Поэтому возможно, что в течение нескольких дней или даже недели в банковской системе возникнет дефицит ликвидности на несколько сотен миллиардов рублей, который будет компенсирован за счет РЕПО с ЦБ и однодневные ставки поднимутся до 5,5%-6,5%. Вероятность такого развития событий не стопроцентна, так как денежные власти могут придумать механизм, как провести процесс «конвертации» депозитов в расходы безболезненно. Но даже если произойдет, так как мы описали выше, среднемесячная ставка overnight в декабре относительно предыдущих месяцев повысится незначительно.

Таким образом, по нашему мнению, текущие ожидания рынка по поводу ситуации с ликвидностью в ближайшие месяцы слишком негативны. Так, трехмесячные ставки Mosprime в августе поднялись на 50 б.п., а спрос на аукционах по размещению бюджетных средств превышал предложение в разы. Мы считаем, что эта нервозность должна утихнуть по мере того, как Минфин будет размещать бюджетные средства на значительные суммы, а ставки overnight большую часть времени будут находиться у депозитной

ОФЗ начнут снижаться ставки ЦБ. В связи с этим мы ждем постепенного снижения среднесрочных ставок денежного рынка и доходности коротких ОФЗ.

Динамика ставок денежного рынка



Источник: Bloomberg

Промсвязьбанк сделал розничный задел

Кредитный портфель вырос в основном за счет приобретения кредитов МСБ

Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-), являющийся 11-м по величине активов банком в РФ, представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2011 г., которые мы в целом оцениваем нейтрально. Кредитный портфель вырос на 4,2% достигнув 323,8 млрд руб., при этом чистая процентная маржа продолжила снижаться (4,3% во 2 кв. 2011 г., что на 1,5 п.п. ниже, чем в 4 кв. 2010 г.). Качество кредитного портфеля улучшается, о чем свидетельствует снижение показателя NPL с 9,2% в 2010 г. до 8,1% в 1П 2011 г.

Увеличение кредитного портфеля в 1П 2011 г., которое несколько ниже среднерыночной динамики ТОП-20 российских банков, было обусловлено ростом кредитования МСБ, в том числе за счет приобретения кредитов у ОАО НБ «Траст» в размере 4,6 млрд руб. Объем корпоративных кредитов почти не изменился, а его доля немного сократилась с 83% до 81%. С точки зрения отраслевой структуры, в портфеле продолжают преобладать строительство, девелопмент и управление недвижимостью (более 25% корпоративных кредитов). На пищевую промышленность приходится 12% портфеля сегмента.

Общий объем розничного кредитования (10% от всех кредитов) вырос на 2%, составив 33 млрд руб. Увеличение потребительских кредитов составило 9,9% (до 20,5 млрд руб.), в то время как сегмент авто-кредитов и кредитных карт показал снижение на 21% (до 8,7 млрд руб.). Несмотря на рост, розничное кредитование остается убыточным (на уровне прибыли до налогообложения). В ходе телеконференции банк подтвердил свое намерение развивать это направление, что поддерживается расширением розничной сети, которая пополнилась 5-ю новыми офисами во 2 кв. 2011 г.

Розничный сегмент несколько портит впечатление от общего улучшения качества кредитного портфеля

Норма резервирования по кредитному портфелю составила 10,1%, что хоть и несколько ниже, чем в 2010 г., но полностью покрывает показатель NPL (на 126% в 1П 2011 г.). Об улучшении общего качества кредитного портфеля свидетельствует снижение показателя NPL. Доля реструктурированных кредитов снизилась с 13,5% до 11,6%.

В то же время уровень просроченной задолженности по корпоративному сегменту почти не изменился, составив 8,8%, из которых почти 60% приходится на кредиты, просроченные более чем на 360 дней. Отметим, что самый высокий уровень просрочки сохраняется в факторинге (23%) и кредитах МСБ (15,3%). Портфель розничных кредитов не отличается высоким качеством, о чем свидетельствует просроченная задолженность, составившая 40%, из которой более половины приходится на кредиты, просроченные более чем на 360 дней. Столь низкое качество розничного портфеля обусловлено относительно недавним запуском этого сегмента бизнеса (во 2П 2010 г.).

Банк увеличил подушку ликвидности

Банк сократил торговый портфель ценных бумаг (удерживаемых до погашения и имеющиеся в наличии для продажи) на 15% (до 39 млрд руб.) за счет продажи корпоративных облигаций и векселей, при этом доля госбумаг (ОФЗ и ОБР) увеличилась до 39% (или 15 млрд руб.). Объем денежных средств и их эквивалентов вырос на 13% до 51 млрд руб. По нашей оценке, в сумме с позицией в ОБР и ОФЗ это полностью покрывает объем долговых ценных бумаг банка, находящихся в обращении.

Доля оптовых источников фондирования немного возросла

Доля средств клиентов в обязательствах сократилась с 69% до 66%, составив 291 млрд руб. за счет увеличения объема выпущенных долговых ценных бумаг. С начала года были размещены выпуски евробондов номиналом 500 млн долл. и рублевых облигаций номиналом 5 млрд руб., погашаемые в 2014 г.

Достаточность капитала не соответствует качеству активов

Уже после отчетной даты банк привлек субординированный кредит в размере 65 млн евро от своих основных акционеров, что привело к росту коэффициента общей достаточности капитала до 14,5% (при нормативе по Базелю - 8%). Принимая во внимание качество кредитного портфеля (кредиты с просрочкой более 360 дней составляют 60% от капитала банка), мы считаем, что коэффициент достаточности капитала находится на низком уровне, что частично компенсируется как возможностью получения субординированного кредитования со стороны акционеров, так и способностью банка продать проблемные активы.

Разрыв ликвидности носит скорее технический характер

По причине высокой концентрации краткосрочных депозитов в обязательствах банк имеет отрицательную чистую ликвидную позицию в периоде от месяца до года (-60 млрд руб.) На наш взгляд, разрыв ликвидности носит скорее технический характер, поскольку обусловлен большими остатками на счетах клиентов, объем которых навряд ли заметно сократится, принимая во внимание высокую диверсификацию клиентской базы.

Корпоративное кредитование стало менее прибыльным

Улучшение качества портфеля привело к сокращению отчислений в резервы как в абсолютном выражении, так и в отношении к операционной прибыли (с 40% в 1П 2010 г. до 29% в 1П 2011 г.). Увеличение прибыли до налогов на 87% за этот же период произошло, главным образом, за счет инвестиционно-банковского бизнеса и кредитования МСБ. Снижение маржинальности в связи с повышением стоимости фондирования (например, средняя ставка по депозитам юриц выросла с начала года на 0,5 п.п. до 5,7% годовых), а также опережающий рост административных расходов привели к снижению прибыли от корпоративного кредитования на 32%. По нашим оценкам, во 2П 2011 г. увеличение ставок по депозитам в условиях невысокого спроса на кредитные продукты продолжит оказывать давление на маржу банка.

Короткий выпуск Промсвязьбанк-5 интересен для удержания до погашения

Учитывая невысокую ликвидность обращающихся рублевых бумаг эмитента, мы рекомендуем ожидать предложения на первичном рынке. При улучшении конъюнктуры банк может разместить новые бумаги (зарегистрированы выпуски на сумму 39 млрд руб.).

ЛУКОЙЛ: высокая цена на нефть - всё, что нужно для положительных результатов

Вчера ЛУКОЙЛ (BBB-/Baa2/BBB-) представил финансовые результаты по US GAAP за 2 кв. и 1 п/г 2011 г., которые оказались не столь впечатляющими при их сравнении с результатами 1 кв. 2011 г. Мы полагаем, что сравнение с показателями аналогичного периода прошлого года не совсем корректно ввиду существенного изменения ценовой конъюнктуры, регулирования и налогового режима.

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2011	2 кв. 2011	изменение
Выручка	29 626	34 912	+18%
ЕБИТДА	5 343	5 345	без изм.
Чистая прибыль	3 431	3 213	-6%
Рентабельность по ЕБИТДА	18.0%	15.3%	-2.7 п.п.
Чистая рентабельность	11.6%	9.2%	-2.4 п.п.
Операционный денежный поток	3 715	4 575	+23%
Инвестиционный денежный поток	-3 446	-2 214	-36%
Свободный денежный поток	269	2 361	+8.8x

Источник: оценки Райффайзенбанка

Несмотря на падение добычи, выручка выросла на 18%, благодаря высокой цене реализации

Несмотря на продолжающееся падение объемов добычи, выручка компании выросла на 18% кв./кв. благодаря увеличению экспортной цены на нефть (+11% кв./кв.) и нефтепродукты (+12% кв./кв.), внутренних цен на нефтепродукты (+9% кв./кв.), а также наращиванию нефтепереработки (+11% кв./кв.).

Компания показала, что может генерировать достаточный операционный денежный поток

На фоне роста выручки показатель ЕБИТДА во 2 кв. 2011 г., тем не менее, остался практически на том же уровне, что и в 1 кв. 2011 г., что привело к снижению рентабельности почти на 3 п.п. с 18,0% до 15,3%. Это связано, прежде всего, с увеличением расходов на покупные нефть, газ и нефтепродукты, а также с существенным ростом отчислений НДС (+53% г/г) и экспортные пошлины (+45% г/г). Напомним, основную долю в выручке компании (81%) занимают экспортные продажи нефтепродуктов и нефти.

По результатам 2 кв. 2011 г. Компания продемонстрировала, что может генерировать достаточный операционный денежный поток для финансирования инвестиций. При этом свободный денежный поток вырос с 269 млн долл. в 1 кв. 2011 г. до 2,4 млрд долл. во 2 кв. 2011 г.

Долговая нагрузка остается одной из самых низких в отрасли

Долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА) на конец 2 кв. 2011 г. остается одной из самых низких в отрасли - на уровне 0.34x (0.55x на начало года).

Стабилизации добычи не стоит ждать в ближайшие 2-3 года

Мы полагаем, что снижение объемов добычи будет и далее оказывать давление на выручку Компании, и стабилизации добычи не стоит ждать в ближайшие 2-3 года, пока не будет отдачи от новых проектов (месторождения им. Требса и Титова совместно с Башнефтью, проект Западная Курна-2 в Ираке).

Планируемое с 1 октября 2011 г. введение системы 60/66, предполагающей снижение экспортной пошлины на нефть, на наш взгляд, позитивно отразится на финансовых результатах Компании.

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
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	aleksandr.doroshenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	vadim.kononov@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Денис Леонов	denis.leonov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева	mmurdyaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова	nadezhda.zotova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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.