

Пульс рынка

- **Еврозона увязла в политических распрях.** Греция вчера не смогла выполнить свое обещание определиться с новым премьер-министром и теперь собирается согласовать кандидатуру в среду. В условиях отсутствия политического единства непонятно, каким образом и как быстро Греция сможет дать Европе письменные гарантии выполнения обещанного сокращения бюджетных расходов. Развитие ситуации в Италии, как мы и ожидали, пошло по греческому сценарию. С. Берлускони лишился поддержки большинства депутатов, как показало голосование в парламенте, и теперь оппозиция призывает его уйти в отставку. С. Берлускони заявил, что готов уйти в отставку, но только после того, как парламент одобрит новый закон о бюджете, который предусматривает обещанное (лидерам Европы) сокращение социальных расходов, что позволило бы восстановить доверие финансового рынка. Инвесторы не верят в то, что Италия сможет принять крайне непопулярные меры по ограничению бюджетного дефицита, о чем свидетельствует продолжающийся рост доходностей суверенных облигаций Италии (вчера доходность 10-летних облигаций достигла отметки YTM 7,7%). Поскольку средств для спасения Италии у EFSF нет, а Германия предпочитает больше наблюдать, чем предпринимать активные действия, обострение кризиса в Италии может увеличить вероятность развала еврозоны.
- **Ориентир по ОФЗ опять без премии.** Ориентир по размещаемым сегодня 7-летним ОФЗ 26204 (YTM 8,15%) номиналом 10 млрд руб. был озвучен в пределах YTM 8,05-8,15%, что как и на предыдущих аукционах не предполагает никакой премии к рынку. Укрепление рубля (на 47 копеек до 35,23 руб.) на фоне стабильных котировок нефти Brent на уровне 115 долл./барр. позволит сформировать некоторый спрос по верхней границе ориентира. Однако учитывая нервозность внешнего фона (по причине европейского кризиса), а также сохраняющуюся напряженность на денежном рынке (при этом дефицит ликвидности, по нашим оценкам, к концу года увеличится), мы считаем, что результат аукциона будет несколько хуже, чем в предыдущую среду. На текущий момент маржа carry-trade выпусков ОФЗ над ставками междилерского РЕПО ниже, чем была в первой половине года, что указывает на переоцененность госбумаг (см. наш ежедневный обзор от 31 октября).
- **"Первичка" идет без ажиотажа.** По итогам закрытия книги заявок по выпуску Газпром Капитал (под поручительство Газпрома) номиналом 15 млрд руб. ставка купона была определена на уровне 7,5% годовых, что соответствует YTP 7,64% к годовой оферте и предполагает премию 120 б.п. к кривой ОФЗ. В ходе сбора заявок ставка купона по выпуску РСХБ-15 номиналом 10 млрд руб. была определена на уровне 8,75% годовых, что соответствует YTP 8,94% к 2-летней оферте и спреду в размере 180 б.п. к кривой ОФЗ. Мы считаем, что в новых реалиях указанные выпуски оценены справедливо.
- **Из бюджета стала поступать ликвидность.** На вчерашнем депозитном аукционе Минфина впервые за последние два месяца спрос оказался ниже предложения, составив 180,6 млрд руб. против заявленных 205 млрд руб. (0.88X). Снижение спроса могло последовать за долгожданным поступлением в систему бюджетных средств, объем которых за последние два дня достиг ~100 млрд руб. (по нашим оценкам), а также могло компенсироваться за счет прироста РЕПО с ЦБ ~43 млрд руб.

Темы выпуска

- КБ Восточный Экспресс: просрочка растет быстрее портфеля
 - Газпром нефть: маржа растет за счет нефтепереработки
 - ЕАБР сохраняет большой запас прочности
-

КБ Восточный Экспресс: просрочка растет быстрее портфеля

Умеренно позитивные результаты

КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1/Стабильный), входящий в ТОП-40 российских банков по величине активов, опубликовал запоздалые финансовые результаты за 1П 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно позитивно. Рост кредитного портфеля составил 17,2% (до 90,2 млрд руб.), что сопровождалось существенным увеличением чистой процентной маржи, по нашим оценкам, на 5,9 п.п. до 16,7%. Беспокорство вызывают низкие отчисления в резервы, которые не покрывают просроченную задолженность.

Ключевые финансовые показатели КБ Восточный Экспресс

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты и авансы клиентам, в т.ч.	90 157	76 920	+17%
просроченные кредиты	15 840	12 591	+26%
Резервы под обесценение	6 832	6 762	+1%
Активы	101 949	90 498	+13%
Собственный капитал	13 261	10 592	+25%
Средства клиентов, в т.ч.	81 858	73 375	+12%
физ. лиц	70 744	62 809	+13%
юр. лиц	11 113	10 565	+5%

В млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	7 646	3 056	+2,5x
Чистый процентный доход	5 356	1 711	+3,1x
Операционные доходы	5 833	2 079	+2,8x
Расходы/доходы	61,6%	108,7%	-47,1 п.п.
Чистая прибыль	1 670	-188	-

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Быстрый рост розничного портфеля...

Увеличение кредитного портфеля произошло, главным образом, за счет основного сегмента - розничного кредитования, доля которого выросла еще на 1 п.п. до 94,9%. Отметим, что рост розничного портфеля (18,5%) опережает среднерыночную динамику (например, кредитный портфель БРС вырос на 8,3% в 1П 2011 г.).

... сопровождался ухудшением качества кредитов

Размер просроченных кредитов вырос на 26,4% до 15,8 млрд руб., а в отношении к общему объему кредитного портфеля на 1,25 п.п. до 17,5%, что свидетельствует об ухудшении качества кредитов. Стоит отметить, что несмотря на рост просроченной задолженности, объем формируемых резервов почти не изменился в абсолютном выражении, составив 6,8 млрд руб. или 7,5% от всех кредитов. За отчетный период банк реструктурировал кредиты на сумму 927 млн руб.

В остальных статьях баланса изменений почти не произошло, за исключением денежных средств, которые сократились на 2 млрд руб. до 5 млрд руб., и, по-видимому, были направлены на финансирование кредитования.

Прирост кредитования профинансирован средствами клиентов

Прирост обязательств был обеспечен в основном увеличением остатков на счетах физлиц на 12,6% (до 70,7 млрд руб.), на долю которых приходится порядка 80% от всех обязательств. Из всех средств клиентов (81,8 млрд руб.) только порядка 7,7 млрд руб. приходится на 10 крупнейших клиентов и 2,7 млрд руб. на связанные стороны, что свидетельствует о высокой диверсификации источников ликвидности.

Ликвидная позиция находится на приемлемом для розничного банка уровне

После отчетной даты в августе банк получил новый транш от ЕБРР в размере 774 млн руб. (3m MosPrime + 470 б.п.) с погашением в 2014 г. В конце сентября банк разместил облигации БО-2 на 2 млрд руб. со ставкой купона 10,5% годовых к годовой оферте. Общий размер зарегистрированных рублевых биржевых облигаций, планируемых к размещению, составляет 6 млрд руб. Мы считаем, что эмитент будет использовать улучшение рыночной конъюнктуры для выхода на первичный рынок. В течение следующих 12 месяцев после отчетной даты банку предстоит пройти оферту (19 апреля 2012 г.) по выпуску БО-5 номиналом 2 млрд руб. На наш взгляд, финансирование розничных кредитов средствами клиентов, имеющими высокую диверсификацию, позволяет оценить ликвидность банка как приемлемую.

Рост ЧПМ произошел за счет процентных доходов ...

Увеличение чистой процентной маржи стало следствием существенного роста процентных доходов (на 93% г./г.) на фоне более умеренного повышения процентных расходов (на 25% г./г.). Почти весь операционный доход банка генерируется розничным сегментом (более подробная информация по продуктовой структуре не раскрывается). Улучшение операционных показателей позволило банку зафиксировать чистую прибыль до налогов на уровне 2,2 млрд руб., в то время как по результатам 1П 2010 г. банк был убыточным. Заработанная прибыль, а также размещение обыкновенных акций в пользу IFC (доля которой выросла с 2,5% до 13,9%) привело к увеличению общей достаточности капитала с 15,04% до 15,68% при росте активов, взвешенных по уровню риска, на 16,7%.

... что повысило достаточность капитала...

... однако она может быть мала в сравнении с уровнем просрочки

К сожалению, банк не раскрывает показатель NPL, поэтому сложно судить об адекватности начисленных резервов. Исходя из самых консервативных оценок, что вся просроченная задолженность является проблемной, досоздание резервов для ее покрытия потребовало бы порядка 9 млрд руб., что привело бы к снижению достаточности капитала ниже допустимых значений (по нашим оценкам, до 4,8%). У большинства крупных розничных банков объем резервов хоть и не покрывает размер просрочки, однако их достаточность капитала позволяет в случае необходимости досоздать необходимые резервы (например, у БРС общий уровень достаточности капитала превысил 27% в 1П 2011 г.).

Выпуски эмитента выглядят дорого

Обращающиеся выпуски банка котируются в пределах YTW10-11% с дюрацией менее 1,5 года, что выглядит дорого в сравнении с недавно доразмещенными /размещенными выпусками банков (например, ОТП БО-3, БРС-8), имеющих лучшее кредитное качество. Кроме того, стоит отметить отсутствие бумаг КБ Восточный экспресс в списке РЕПО ЦБ.

Газпром нефть: маржа растет за счет нефтепереработки

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/-), одна из крупнейших нефтяных компаний России, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 3 кв. и 9М 2011 г., которые мы оцениваем, в целом, позитивно.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	11 567	11 476	+1%	11 567	8 387	+38%
ЕБИТДА	2 759	2 478	+11%	2 759	2 011	+37%
Рентабельность по ЕБИТДА	23,8%	21,6%	+2,2 п.п.	23,8%	24,0%	-0,2 п.п.
Операционная прибыль	1 968	1 612	+22%	1 968	1 273	+55%
Операционная рентабельность	17,0%	14,0%	+3 п.п.	17,0%	15,2%	+1,8 п.п.
Чистая прибыль	1 334	1 218	+9%	1 334	907	+47%
Чистая рентабельность	11,5%	10,6%	+0,9 п.п.	11,5%	10,8%	+0,7 п.п.
Операционный поток	2 430	1 891	+28%	2 430	1 955	+24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 348	-874	+54%	-1 348	-985	+37%
капитальные затраты	-1 111	-893	+24%	-1 111	-1 018	+9%
Финансовый поток	-718	-838	-14%	-718	-950	-24%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	1 328	1 694	-22%
Долгосрочный долг	5 277	4 942	+7%
Совокупный долг	6 605	6 636	0%
Чистый долг	5 136	5 381	+4%
Чистый долг/LTM EBITDA*	0,5x	0,7x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 3 кв. 2011 г.

компания наращивала downstream-сегмент

Благодаря высокому спросу на нефтепродукты на внутреннем рынке и возросшей марже нефтепереработки, в 3 кв. 2011 г. компания нарастила объемы нефтепереработки на 7,7% кв./кв. до ~90 млн барр. при увеличении добычи нефти на 1,8% кв./кв. до 93 млн барр. благодаря стабилизации добычи на основных зрелых месторождениях (Ноябрьскнефтегаз, Югра).

..что обусловило рост EBITDA и рентабельности

В итоге увеличение объемов продаж нефтепродуктов на 12,8% кв./кв. (в т.ч. за счет перепродажи продукции других производителей) обусловило рост EBITDA в 3 кв. на 11% относительно предыдущего квартала. Поддержку EBITDA также оказало ослабление рубля.

Небольшое снижение рентабельности г./г.

Рентабельность по EBITDA относительно 3 кв. 2010 г., тем не менее, незначительно снизилась (-0,2 п.п.) из-за более высокого уровня цен на нефть в 2011 г. и, соответственно, увеличению на 43% затрат на покупку нефти у сторонних производителей и непропорционально больших затрат на налоги и пошлины (+44%) при темпах роста выручки 38% г./г.

На низкие темпы увеличения чистой прибыли оказала влияние переоценка справедливой стоимости производных финансовых инструментов (при хеджировании валютных рисков по рублевым обязательствам (облигации) используются валютные форвардные контракты): 299 млн долл. убытка в 3 кв. 2011 г. против 32 млн долл. убытка годом ранее. При соответствующей корректировке, рост этого показателя составляет порядка 74% г./г. (и 23% кв./кв.).

Инвестиции полностью профинансированы из операционных потоков

Инвестиции компании в 3 кв. 2011 г. были полностью профинансированы из операционного потока, превысившего 2,4 млрд долл. (+28% кв./кв.). При этом мы отмечаем, что относительно предыдущего квартала объемы капвложений существенно выросли (на 24%), что обусловлено активизацией инвестиций по программе модернизации НПЗ (с 191 до 303 млн долл.) и увеличением затрат на маркетинг и дистрибуцию (с 67 до 190 млн долл.), львиная доля которых связана с интеграцией активов Sibir Energy. В 2012 г. Газпром нефть не планирует наращивать капвложения относительно текущих уровней.

В рамках передачи нефтяных активов Газпрома компания приобрела Газпромнефть Оренбург, (владеющей лицензиями на восточную часть Оренбургского месторождения). Также в сентябре были приобретены компании, владеющие Капитоновским и Царичанским месторождениями. Совокупные оценочные запасы этих трех активов составляют 184 млн барр. н.э. Затраты на покупку оцениваются Газпром нефтью на уровне 800 млн долл. и будут выплачены в течение 2П 2011 г. - 2012 г.

Комфортная структура долга: 20% - краткосрочная часть. Средняя процентная ставка снизилась на 1 п.п. г./г.

Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, немного снизилась с 0,7x на начало года до 0,5x на конец 9М 2011 г. за счет роста EBITDA и стабильного уровня долга в абсолютном выражении. Краткосрочная задолженность компании (в основном это текущая часть долгосрочной задолженности) на 30 сентября 2011 г. составила 1,3 млрд долл. или около 20% всего кредитного портфеля. Долгосрочная часть представлена предэкспортными синдицированными кредитами (1,5 млрд долл.), прочими банковскими кредитами (2,6 млрд долл.) и рублевыми облигациями (7 выпусков на 2,1 млрд долл.). Средняя процентная ставка по портфелю сократилась в сравнении с 2010 г. на 1 п.п. до 3,42% год.

Бумаги первого эшелона лучше брать на первичке

Обращающиеся выпуски эмитента котируются со спредом 70 б.п. к кривой ОФЗ, который выглядит слишком узким, учитывая последние тенденции на первичном рынке. Общий объем зарегистрированных выпусков эмитента, которые планируются к размещению, составляет 30 млрд руб. Держателям бумаг Газпром нефти мы рекомендуем заместить эти позиции недавно размещенными выпусками в первом эшелоне (в частности, свежие выпуски Газпром Капитал, ФСК-15 предлагают спред более 100 б.п. к кривой ОФЗ).

ЕАБР сохраняет большой запас прочности

ЕАБР продолжает рост кредитования проектов

Евразийский банк развития (BBB/A3/BBB), по данным своей полугодовой отчетности за 2011 г., продолжил наращивать кредитование проектов, сохраняя запас ликвидности и высокую обеспеченность капиталом. В 2011 г. в состав государств-участников ЕАБР (Россия, Казахстан, Беларусь, Таджикистан и Армения) вошел Кыргызстан.

Ключевые финансовые показатели ЕАБР

в тыс. долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредитный портфель, нетто	1 065 918	820 953	+30%
Активы	2 842 995	2 552 593	+11%
Собственный капитал	1 677 046	1 663 497	+1%
Выпущенные долговые ценные бумаги	1 082 505	810 687	+33%

в тыс. долл., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	27 497	21 284	+29%
Чистый процентный доход	26 101	14 357	+82%
Операционные доходы	33 130	22 077	+50%
Расходы/доходы	58,7%	67,0%	-8,3 п.п.
Чистая прибыль	13 685	7 291	+88%
ROAE	1,7%	1,0%	+0,6 п.п.
ROAA	1,0%	0,6%	+0,4 п.п.
Чистая процентная маржа	2,1%	1,9%	+0,2 п.п.

Источник: ЕАБР, расчеты Райффайзенбанка

Текущий инвестиционный портфель ЕАБР на 31.10.2011 г. составлял 2,7 млрд долл.

По состоянию на 31.10.2011 г. текущий инвестиционный портфель ЕАБР (обязательства по подписанным соглашениям) составлял 2,7 млрд долл. (2,2 млрд долл. на конец 2010 г.). Крупнейшими проектами, финансируемыми ЕАБР, остаются:

- проект строительства третьего энергоблока Экибастузской ГРЭС-2 в Казахстане (планируемая общая доля финансирования ЕАБР - 385 млн долл.). По состоянию на 31.10.2011 г. предоставление кредитных средств по данному проекту еще не начиналось;
- проект строительства завода по производству вагонов в г. Тихвин, Ленинградской области (планируемая общая доля финансирования ЕАБР - 319 млн долл.). По состоянию на 31.10.2011 г. кредитные средства были предоставлены в объеме около 87% от доли финансирования ЕАБР (+100 млн долл. с начала 2011 г.).

Более половины всех проектов банка приходится на энергетическую отрасль (26,8%) и транспортную инфраструктуру (28,1%).

В дополнение к текущему инвестиционному портфелю ЕАБР одобрил и утвердил 6 новых проектов на общую сумму 354 млн долл., кредитные соглашения по которым находятся в стадии согласования и подписания. В настоящий момент на рассмотрении ЕАБР находятся еще 20 проектов на сумму около 1,3 млрд долл.

Чистый кредитный портфель ЕАБР по состоянию на 30.06.2011 г. достиг 1,1 млрд долл.

К концу 1П 2011 г. объем выданных средств (чистый кредитный портфель) ЕАБР составил 1,1 млрд долл. (+30% к концу 2010 г.), а обязательства по неиспользованным кредитам - 1,1 млрд долл. (+5% к концу 2010 г.). Объем начисленных резервов составляет менее 2% от общего кредитного портфеля в 1П 2011 г., что позволяет сделать вывод о высоком качестве кредитов.

ЧПМ ЕАБР в 1П 2011 г. составила 2,1%

Традиционно рентабельность ЕАБР как института развития не слишком высока. Чистая процентная маржа в 1П 2011 г. достигла 2,1%, в то время как аналогичный показатель за 2010 г. составлял 1,9%.

**ЕАБР имеет
существенный запас
капитала для
дальнейшего роста**

ЕАБР имеет существенный запас капитала для дальнейшего увеличения кредитного портфеля (достаточность капитала - 57%). В настоящий момент значительная часть средств (на конец 1П 2011 г. 1,7 млрд долл., или 61% активов) размещена в ценных бумагах, ссудах и средствах в банках, а также на собственных счетах. По состоянию на конец 1П 2011 г. обязательства ЕАБР представлены в основном выпущенными долговыми ценными бумагами (1,1 млрд долл. на 30.06.2011 г.), из которых 47% - еврооблигации в долл., с погашением в 2014 г., а 34% - два выпуска рублевых облигаций серии 03 и 04.

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+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.