

Пульс рынка

- **Рынки легли в дрейф.** Число новых обращений за пособиями по безработице в США (которое сократилось на 31 тыс.) было искажено компьютерным сбоем и поэтому оказалось нерелевантным. Объем промышленного производства в еврозоне в июле сократился на 1,5% м./м., в то время как консенсус-прогноз предполагал спад всего на 0,3% м./м., а в предшествующем месяце был рост на 0,7%, при этом основное падение произошло в Германии (-2,3%) и Италии (-1,1%). Эти данные свидетельствуют о весьма неустойчивом восстановлении экономики не только периферии, но и центра. Существенных изменений на финансовых рынках не произошло: рост 10-летних UST до YTM 2,92% не помешал суверенным бондам РФ продемонстрировать небольшой ценовой рост. Из сегодняшних данных интерес представляют объем розничных продаж и индекс настроения потребителей в США.
- **Доходное предложение в 1-ом эшелоне.** Вчера на первичном рынке появился 3-летний выпуск АИЖК (BBB-/Baa1/-) номиналом 5 млрд руб. и ориентиром YTM 8,14-8,35%, который соответствует премии к суверенной кривой 180-200 б.п. Находящиеся в обращении выпуски АИЖК имеют низкую ликвидность. Отметим, что в сегменте 1-го эшелона большинство облигаций котируются с премией к ОФЗ ниже 180 б.п., например, среднесрочные выпуски ВТБ и РСХБ предлагают премию ~160-170 б.п., при этом их кредитное качество, по нашему мнению, не лучше, чем у АИЖК. Также сегодня в маркетинг вышел ГПБ (BBB-/Baa3/BBB-) с 3-летними БО-6 номиналом 10 млрд руб., ориентир по которым был озвучен в диапазоне YTM 8,16-8,37% (почти на уровне АИЖК). Учитывая более слабый набор кредитных рейтингов, мы считаем, что ГПБ должен предлагать премию к АИЖК, как следствие, предложение от АИЖК является более интересным (кроме того, его бумаги имеют квартальные купоны, а не полугодовые, как у ГПБ).
- **Новая ставка купона по выпуску Альфа-банка в рынке.** По выпуску БО-3 Альфа-банка (BB+/Ba1/BBB-) ставка купона (на период после оферты 28 сентября) была установлена в размере 8,25% годовых (на 20 б.п. ниже ставки текущего купона), что соответствует YTM 8,42% к погашению через 2 года (=ОФЗ + 220 б.п.). Ориентируясь на близкие по дюрации Альфа-банк БО-8 (YTM 8,2% @ февраль 2016 г.), мы считаем, что новая ставка купона несет определенную премию ко вторичному рынку. Не столь интересным выглядит выпуск РЕСО-2 (рейтинг эмитента от S&P: BB+) с новой ставкой купона 8,4% годовых (на 30 б.п. ниже текущего купона), которая соответствует YTP 8,6% к 1,5-летней оферте (=ОФЗ + 250 б.п.). В то же время инвесторы сохраняют высокий спрос к коротким выпускам качественных эмитентов, о чем свидетельствует недавнее размещение БО-9 Банка Санкт-Петербург (Moody's: Baa3) с YTP 8,68% к годовой оферте (=ОФЗ + 270 б.п.).
- **Минфин планирует увеличить программу госзаимствований на 2014-2016 гг.** Об этом сообщил вчера СМИ А. Силуанов в рамках подготовки нового бюджетного плана, обсуждение которого проходило на заседании Правительства. Из заявлений министра следует, что увеличение программы коснется, скорее всего, внутренних заимствований (т.е. ОФЗ и ГСО). Такое решение неудивительно на фоне озвученных накануне новых оценок дефицита бюджета: согласно рассматриваемым поправкам он в 2014-2016 гг. может увеличиться с 0,4%, 0,6% и 0,6% ВВП до 0,6%, 1% и 0,6% ВВП, соответственно. Важной информацией является подтверждение А. Силуановым намерения Минфина покрыть растущий дефицит исключительно госзаимствованиями и доходами от приватизации, не прибегая к расходованию средств Резервного фонда. Сам факт официального признания необходимости избежать трат из госфондов (а значит, приверженности введенному в 2013 г. бюджетному правилу) может быть серьезным поводом для оптимизма. Однако стоит учитывать, что 1) приватизационный план остается источником неопределенности как в силу рассматриваемых поправок, так и неустойчивой рыночной конъюнктуры, 2) риски сокращения доходов бюджета сохраняются, что подразумевает, по нашим оценкам, значительный рост потребности Минфина в госзаимствованиях, степень которой можно будет более точно оценить по мере утверждения нового бюджета.

Темы выпуска

- ВТБ: ценные бумаги и резервы подпортили результат
- СИБУР: долговая нагрузка по-прежнему на низком уровне

ВТБ: ценные бумаги и резервы подпортили результат

Быстрее рынка по темпу кредитования

Вчера Банк ВТБ (BBB/Ваа2/BBB), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2 кв. 2013 г., которую мы оцениваем умеренно негативно. Кредитный портфель вырос на 6,4% до 5,6 трлн руб. (без учета специального выпуска ОФЗ), несколько опередив по темпу Сбербанк (+4,5%). По оценкам менеджмента, чистая процентная маржа немного сократилась до 4,4% (-0,1 п.п. кв./кв.), что сопровождалось ростом показателя NPL 90+ на 0,1 п.п. до 5,5%. Помимо отчислений в резервы под обесценение кредитов негативное влияние на чистую прибыль (которая снизилась на 24% кв./кв. до 11,9 млрд руб.) оказал убыток, полученный во 2 кв. по портфелю ценных бумаг в объеме 7,8 млрд руб.

Менеджмент не исключает размещения суборда

За счет СПО капитал 1-го уровня был увеличен на 100 млрд руб., что повысило достаточность капитала 1-го уровня на 0,8 п.п. до 11% (по МСФО). По РСБУ показатель Н1.2 увеличился с 6,85% на 1 апреля до 8,9% на 1 июля 2013 г., однако на 1 августа произошло снижение до 8,3% (что могло стать следствием как отчислений в резервы, так и вступлением в силу повышенных RWA по потребительским кредитам). Менеджмент банка не исключает выход на первичный рынок для размещения субординированных бондов, поскольку темп кредитования (+21% г./г.) заметно опережает прибыльность капитала (6,9% за 1П 2013 г.).

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Активы, в т.ч.	8 355,8	7 602,8	+10%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	5 637,3	5 292,7	+6%
розничные	1 311,0	1 192,6	+10%
корпоративные	4 326,3	4 100,1	+5%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,5%	5,4%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	817,7	932,8	-12%
Срочные депозиты клиентов	3 132,8	2 689,6	+16%
Собственный капитал	876,9	783,3	+12%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,1%	14,5%	+0,6 п.п.
ROE	6,9%	8,1%	-1,2 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	76,5	73,8	+4%
Чистый комиссионный доход	14,1	11,5	+23%
Операционные доходы	63,9	69,6	-8%
Чистая прибыль	11,9	15,7	-24%
Чистая процентная маржа	4,4%	4,5%	-0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Акцент на розницу

Наибольший прирост кредитования произошел, как и в предшествующем квартале, в розничном сегменте, который занимает 23% портфеля. Так, потребительские кредиты увеличились на 11%, ипотека - на 8,5%, автокредиты - на 10,2%. Рост корпоративного сегмента составил 5,5%.

Ухудшение качества кредитов потребовало увеличения резервов

О продолжающемся ухудшении качества кредитного портфеля свидетельствует рост как NPL 90+ в отношении к портфелю (и в абсолютном выражении на 9% до 325 млрд руб.), так и списаний (с 2,8 млрд руб. в 1 кв. до 8,6 млрд руб.). Ожидая дальнейшего роста просрочки на фоне замедления экономики и исходя из наблюдаемой динамики кредитного портфеля во 2 кв. 2013 г., банк заметно увеличил отчисления в резервы (на 30,5% до 28,7 млрд руб.). Покрытие NPL резервами осталось на уровне 114%.

Небольшое повышение во 2 кв. средней доходности как розничных (с 15,8% до 16,2%), так и корпоративных кредитов (с 10,7% до 10,9%) оказалось меньше удорожания депозитов физлиц и юрлиц на 0,4 п.п., что и оказало давление на процентную маржу. Ориентир менеджмента на 2013 г. по чистой процентной марже по-прежнему выше 4%.

**Ценные бумаги
принесли убыток**

Портфель ценных бумаг увеличился на 24 млрд руб. до 1,03 трлн руб., при этом объем бумаг в залоге по РЕПО не сильно изменился, составив 465 млрд руб. Практически весь выпуск ОФЗ 46023 (приобретенный в 2011 г. для докапитализации Банка Москвы на средства льготного кредита АСВ) находится в РЕПО. Из-за ухудшения конъюнктуры на финансовых рынках от переоценки портфеля ценных бумаг был получен убыток в размере 7,8 млрд руб. против убытка 0,2 млрд руб. в 1 кв.

**Средства от
государства
потребовались не для
кредитования**

Приток клиентских средств (+585 млрд руб.) оказался заметно выше оттока ликвидности в кредитование (+318 млрд руб.), при этом основной вклад в увеличение депозитов внесло государство (+289 млрд руб.). Избыток рублевой ликвидности был направлен на депозиты в банках стран ОЭСР (+114 млрд руб.).

**Суборд VTB 22
выглядит
недооцененным**

Рублевые облигации эмитента выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ОФЗ порядка 140-150 б.п. На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков бумаги VTB исторически торгуются с премией к другим российским госбанкам (в частности, спред VTB 17 - Sberbank 17 сейчас составляет ~100 б.п.). Мы считаем суборд VTB 22 (выпущенный по старым правилам без условия loss absorption) недооцененным относительно старших выпусков эмитента (премия к ним составляет около 50 б.п.).

СИБУР: долговая нагрузка по-прежнему на низком уровне**Результаты оцениваем
нейтрально с точки
зрения кредитного
профиля компании**

СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA LTM) по-прежнему остается низкой - 1,1x, несмотря на то, что во 2 кв. компания потратила большую часть накопленной ликвидности (сократилась с 20 до 6 млрд руб.) частично на капзатраты (14,5 млрд руб.) и дивиденды (7,6 млрд руб.). Отметим, что, несмотря на небольшой запас ликвидности, компании доступны различные источники заемных средств, что снижает риски рефинансирования.

**Выручка снижалась в
топливно-сырьевом
сегменте**

Выручка относительно предыдущего квартала сократилась на 4% в результате снижения доходов в сегменте топливно-сырьевых продуктов на 13% кв./кв., что не было компенсировано увеличением выручки в сегменте нефтехимии (+2,5% кв./кв.). Кроме того, на снижение общей выручки оказала влияние деконсолидация ООО "Юграгазпереработка" (СП с Роснефтью, ранее - с ТНК-ВР) с 12 марта 2013 г., в результате чего выручка от услуг по переработке упала до 22 млн руб. против 1,35 млрд руб. в 1 кв. При этом отметим, что росту общего показателя способствовало ослабление рубля во 2 кв.

**Давление на
рентабельность
оказала
неблагоприятная
ценовая
конъюнктура...**

Ценовая конъюнктура в топливно-сырьевом сегменте была неблагоприятна - в основном из-за снижения цен на нефть, а также в силу сезонных факторов; в нефтехимии наблюдалась разнонаправленная динамика - повышение цен на основные полимеры и преимущественно снижение цен на синтетические каучуки. Показатель EBITDA во 2 кв. падал опережающими темпами, рентабельность сократилась на 3,4 п.п. кв./кв. до 27,6%. При этом маржа топливно-сырьевого сегмента снизилась с 42,3% до 39,4%, нефтехимического сегмента - с 12,3% до 11,5%.

В 3 кв. мы отмечаем повышение цен на нефть в среднем на 4-5% кв./кв. (в долларах), что должно оказать поддержку топливно-сырьевому сегменту, также компания отмечает текущий рост спроса в РФ на продукты нефтехимии при продолжающемся замедлении в сегменте синтетических каучуков.

Ключевые финансовые показатели СИБУРА

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	63,8	66,2	-4%	65,3	-2%
EBITDA	17,6	20,5	-14%	19,5	-10%
Рентабельность по EBITDA	27,6%	31,0%	-3,4 п.п.	29,9%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	9,9	15,6	-37%	8,5	+16%
Операционный поток	13,9	23,1	-40%	17,0	-18%

Инвестиционный поток, в т.ч.	-14,3	-22,4	-36%	-3,7	+3,9x
Капвложения	-14,5	-21,5	-33%	-20,3	-29%
Финансовый поток	-13,6	4,0	-	-21,6	-37%
в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013			31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	94,4			96,1	-2%
Краткосрочный долг	27,1			30,8	-12%
Долгосрочный долг	67,3			65,3	+3%
Чистый долг	88,4			76,2	+16%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,14x			0,96x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

... а также рост некоторых операционных расходов

Давление на рентабельность оказал продолжающийся рост расходов на транспорт и логистику (+3% кв./кв. до 9,8 млрд руб.), а также повышение издержек на ремонт (+25% кв./кв. до 1,7 млрд руб.) и на закупку продукции на перепродажу (+35% кв./кв. до 1,8 млрд руб.). При этом поддержало этот показатель сокращение расходов на сырье и материалы (-7,5% кв./кв.), на энергию и коммунальные услуги (-32% кв./кв.) и персонал (-15% кв./кв., в частности, за счет деконсолидации ООО "Юграгазпереработка").

Высвобождение средств из оборотного капитала продолжилось во 2 кв. (1,4 млрд руб. против 3,5 млрд руб. в 1 кв.), однако операционный денежный поток снизился на 40% кв./кв. до 13,9 млрд руб. Капвложения составили 14,5 млрд руб. и были профинансированы с помощью накопленных денежных средств.

Капвложения в 2013 г. могут быть профинансированы из операционного потока

На 2013 г. программа капвложений утверждена на уровне 2012 г. - 74 млрд руб. (за 1П освоена почти половина программы). Данная программа включает строительство трубопровода для ШФЛУ Пуровск-Пыть-Ях-Тобольск (60 млрд руб.), второй установки газофракционирования на Тобольской площадке (14 млрд руб.). Капвложения компания планирует финансировать в основном за счет собственного операционного денежного потока, при этом, на наш взгляд, возможно небольшое повышение долговой нагрузки, что, тем не менее, не критично.

В настоящий момент бонды SIBRSE 18 на одном уровне с НЛМК и с дисконтом к EUCHEM 17 в размере 20 б.п., что выглядит справедливым, учитывая разницу в кредитных рейтингах.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	РМК
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	СУЭК
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.