

14 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- Надежда на помощь Европе со стороны Китая оказалась напрасной - представители страны заявили о том, что не готовы покупать суверенные индивидуальные долги стран еврозоны, поскольку между ними существуют разногласия в вопросе выхода из кризиса. По-видимому, поддержку Китая можно ожидать не ранее перехода стран еврозоны на единый кредитный риск, который, на наш взгляд, является наиболее оптимальным выходом из сложившейся ситуации. Доходности долгов стран еврозоны продолжают расти. Агентство Moody's снизило рейтинги SG и Credit Agricole, при этом рейтинг BNP Paribas пока не пострадал. В ходе сегодняшней телеконференции лидеров стран Греции, Германии и Франции, возможно, будет прояснена ситуация относительно долгов Греции. В случае дефолта Греции правительствам Германии и Франции придется спасти уже свои банки, что, как показал пример с Lehman Brothers, может обойтись намного дороже.
- Спрос на депозиты Минфина не утихает. В ходе аукциона по размещению пятимесячных депозитов Минфина в объеме 20 млрд руб. спрос превысил предложение более чем в пять раз, при этом ставка отсечения была определена на уровне 5,84% годовых. Средневзвешенная ставка (составившая 6,17%) оказалась на 0,7 п.п. выше кривой ставок по валютным свопам. Столь высокий спрос обусловлен как сегодняшним погашением депозитов Минфина на сумму 9,2 млрд руб., так и приближающимся периодом налоговых платежей. Валютный рынок, равно как и бюджет (пока исполняющийся с профицитом), по-прежнему, не являются источниками рублевой ликвидности в банковскую систему, что обуславливает высокий спрос на депозиты Минфина. Отметим, что ликвидность после предыдущего налогового периода не успела восстановиться (сумма остатков на корсчетах и депозитах ЦБ остается на уровне 0,9 трлн руб.), что создает потенциал для повышения ставок денежного рынка, а также обусловит высокий спрос на предстоящих депозитных аукционах Минфина. В случае недостаточного объема ликвидности, предлагаемого Минфином на депозитных аукционах, РЕПО с ЦБ вновь станет актуальным.
- Ориентир по доразмещаемому сегодня выпуску ОФЗ 26205 номиналом 10 млрд руб. был озвучен в пределах УТМ8,0-8,1% к погашению через 10 лет, что, как обычно, не предполагает премии к рынку. Мы считаем, доходность столь длинных бумаг в условиях высокой волатильности рынка неинтересной для формирования длинных позиций. Спрос может быть сформирован лишь за счет спекулятивных участников рынка, закрывающих короткие позиции.
- ЦБ РФ понизил ставки по инструментам предоставления ликвидности на 25 б.п., в частности, минимальная ставка аукциона по прямому РЕПО сроком на один и семь дней с завтрашнего дня составит 5,25% годовых. В то же время регулятор повысил ставки по депозитным операциям на 25 б.п., теперь ставка по размещению средств на депозитах о/п в ЦБ составит 3,75% годовых. Данное решение соответствует стратегии ЦБ РФ по сужению дифференциала между ставками предоставления и абсорбирования ликвидности. Снижение ставки предоставления ликвидности обусловлено низкими инфляционными рисками, а повышение ставок по депозитам мы связываем, помимо прочего, с противостоянием продолжающемуся оттоку капитала.

Темы выпуска

- Банк Санкт-Петербург увеличил торговую активность в облигациях
 - Мосэнерго: чистый долг по-прежнему отрицательный
-

Банк Санкт-Петербург увеличил торговую активность в облигациях

Банк Санкт-Петербург (-/Ba3/-), 16-й по величине активов российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем позитивно. Общий кредитный портфель вырос на 7,8% до 218 млрд руб., при этом показатель NPL снизился с 4,9% до 4,3%. По итогам 2011 г. банк ожидает увеличения кредитного портфеля на 15%. Чистая процентная маржа немного увеличилась: с 4,9% за 2010 г. до 5,1% за 1П 2011 г. Операционная эффективность банка остается на высоком уровне: отношение расходов к доходам сократилось до 28,8%.

Ключевые финансовые показатели БСП

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	292 056	272 609	+7%
Кредиты и авансы клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	217 960	202 254	+8%
корпоративные	203 711	188 194	+8%
розничные	14 249	14 060	+1%
Кредиты и авансы клиентам, нетто	198 347	182 818	+8%
NPL/Кредитный портфель	4,3%	4,9%	-0,6 п.п.
Собственные средства	32 269	28 564	+13%
Коэффициент достаточности капитала	12,54%	12,96%	-0,4 п.п.
RoAE	29,8%	15,3%	+14,5 п.п.
Расходы/Доходы	28,8%	30,0%	-1,2 п.п.

В млн руб., если не указано иное	1П 2011 г.	1П 2010 г.	изменение
Чистый процентный доход до вычета резервов	6 788	6 078	+12%
Чистый процентный доход	5 825	2 113	+2,7x
Операционные доходы	8 217	3 507	+2,3x
Чистая прибыль	4 495	1 127	+4,0x
Чистая процентная маржа	5,1%	4,9%*	+0,2 п.п.

*данные на конец 2010 г.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рост корпоративных кредитов на уровне рынка, розница стагнирует

Темпы роста кредитного портфеля банка соответствуют среднерыночной динамике банков из ТОП-20. Структура портфеля не претерпела заметных изменений. Корпоративный сегмент составляет его основную часть (93,5%), при этом на долю строительства и недвижимости по-прежнему приходится почти четверть выданных ссуд. Стоит отметить, что основной спрос на кредиты обусловлен пополнением оборотного капитала, а не инвестициями: кредиты на пополнение оборотных средств увеличились более чем на 10% до 135 млрд руб.

Качество кредитного портфеля улучшилось

Объем потенциально проблемных корпоративных кредитов (за которыми ведется наблюдение, а также имеющих признаки обесценения и/или с задержкой платежа) практически не изменился в абсолютном выражении, составив порядка 30 млрд руб., при этом показатель NPL сократился как в абсолютном, так и в относительном выражении (с 4,7% до 4,1%). Размер невозвратных корпоративных кредитов остался на уровне 2,4 млрд руб.

В розничном сегменте также наблюдалось улучшение качества: показатель NPL снизился с 7,6% до 6,8% благодаря сокращению просрочки в сегменте кредитования VIP клиентов. За отчетный период банк продал и списал кредиты на сумму 776 млн руб., что является незначительной величиной в сравнении с размером портфеля (менее 1%). Банк придерживается консервативной политики резервирования: резервы составляют более 208% от NPL.

Увеличение позиции в облигациях с умеренным повышением

Заметное изменение произошло в финансовом сегменте в сторону повышения процентного риска. Банк увеличил торговую позицию в долговых ценных бумагах на 8 млрд руб. и в акциях на 5 млрд руб. Объем торговых ценных бумаг вырос на 26% до 46 млрд руб., при этом четверть бумаг находится в РЕПО. 97% всего торгового портфеля, свободного от залога, представлена

рыночного риска	долговыми ценными бумагами, из которых 87% выпущено эмитентами с рейтингами не ниже ВВ-, что положительно влияет на ликвидную позицию банка. Удержание облигаций с плечом за счет сделок РЕПО повышает чувствительность операционного дохода от изменения процентных ставок. Однако невысокая дюрация портфеля облигаций (в среднем 1,5 года) позволяет банку достаточно безболезненно пережить текущую волатильность рынка. В то же время был сокращен объем средств (на 12,3 млрд руб.), размещаемых на рынке МБК и РЕПО.
На депозитах появились госсредства...	Структура обязательств осталась без изменений, произошло лишь небольшое снижение доли средств клиентов (до 78%) и увеличение доли средств банков. Увеличение средств клиентов в абсолютном выражении (на 5,2% до 202 млрд руб.) было обеспечено размещением на депозитах средств государственных и общественных организаций (+11,5 млрд руб.) В то же время остатки на срочных депозитах прочих юрлиц снизились на 6 млрд руб. По-видимому, появление государственных депозитов в обязательствах (с марта этого года, согласно РСБУ) стало одной из причин снижения процентных расходов. Зависимость банка от оптовых источников финансирования остается на стабильном уровне (20-22% от обязательств).
... что привело к снижению процентных расходов	Процентные доходы остались на уровне 1П 2010 г., однако процентные расходы сократились на 10,8%, что привело к повышению чистого процентного дохода и чистой процентной маржи. Улучшение качества кредитного портфеля позволило банку снизить отчисления в резервы в четыре раза. Наибольший вклад (75%) в общий результат по-прежнему приносят операции на финансовых рынках.
Планируется увеличение достаточности капитала за счет ЕБРР	Показатель общей достаточности капитала по Базелю снизился с 12,96% до 12,54%, что, на наш взгляд, недостаточно для поддержания темпов роста активов на среднерыночном уровне. В июне 2011 г. банком было принято решение о размещении акций в пользу ЕБРР на сумму 3,5 млрд руб., которое должно завершиться в сентябре 2011 г. В случае успешного завершения размещения акций общий коэффициент достаточности капитала, по оценкам банка, может вырасти до 13,1-13,4%. Также стоит отметить, что в соответствии с условиями ряда кредитных договоров, банк обязуется поддерживать этот показатель на уровне не менее 10%.
Краткосрочные риски рефинансирования невелики	В течение 12 месяцев, следующих после отчетной даты, банку предстоит исполнить обязательства по рублевым выпускам СПБ БО-1 (УТР5,4% @ 13 октября) и СПБ БО-2 (УТР7,9% @ 26 марта 2012 г.) номиналом 5 млрд руб. каждый. Учитывая большой торговый портфель облигаций, входящих в список РЕПО ЦБ, а также объем денежных средств, которые совокупно, по нашим расчетам, составляют как минимум 43 млрд руб., мы оцениваем краткосрочные риски рефинансирования на низком уровне. В случае улучшения рыночной конъюнктуры банк выйдет с новыми выпусками облигаций, которые зарегистрированы на сумму 7 млрд руб. Рублевые облигации банка неликвидны, при этом в короткой дюрации и с близкими кредитными рейтингами лучшей альтернативой являются бумаги ХКФБ-6 (УТР8,5% @ декабрь 2012 г.) и ХКФБ-7 (УТР8,0% @ апрель 2012 г.). При этом мы также отмечаем низкую активность в этих бумагах.
Call-опцион в SPB17 исполнен скорее всего не будет...	По субординированному выпуску евробондов SPB17 (УТС10,8%) номиналом 100 млн долл. предусмотрен call-опцион 25 июля 2012 г. по номиналу. По нашим оценкам, текущие котировки бумаг SPB17 предполагают вероятность исполнения опциона на уровне 30-40%. Принимая во внимание невысокую достаточность капитала банка, а также наличие технического разрыва ликвидной позиции банка в периоде до года (которая, как указано в отчетности, компенсируется наличием свободных кредитных линий), мы не ожидаем исполнения опциона по субординированному выпуску. В случае неисполнения опциона ставка следующего купона будет определяться как доходность 5Y UST + 702 б.п., что в настоящее время составляет 7,9% годовых и на 2,6 п.п. ниже ставки текущего купона. В предположении сохранения доходности 5Y UST на текущем уровне мы оцениваем доходность SPB17 около YTM8,4% (при цене номинала), что предполагает премию лишь 70 б.п. к близкому по дюрации выпуску AlfaBank17-2 (YTM7,7%), рейтинг эмитента которого на две ступени выше. Мы считаем, что справедливая премия SPB17 к AlfaBank17-2 не должна быть ниже 100 б.п. с учетом субординации и разницы в кредитных рейтингах. Поэтому мы рекомендуем продавать бумаги SPB17.
... а сам бонд выглядит дорогим	

Мосэнерго: чистый долг по-прежнему отрицательный

Мосэнерго (ВВ/~/~/), крупнейшая территориальная генерирующая компания России, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г., которые произвели на нас, в целом, положительное впечатление.

Представленная отчетность демонстрирует улучшение основных финансовых показателей компании, которое мы связываем с полной либерализацией рынка с 1 января 2011 г. (на начало 2010 г. нерегулируемым было только 60% оптового рынка электроэнергии и мощности), ростом цен в основном его сегменте - РСВ (рынок электроэнергии на сутки вперед), а также увеличением тарифов на регулируемом рынке тепловой энергии. Кроме того, выработка электроэнергии за полугодие увеличилась на 7,1%. Во 2 кв. 2011 г., несмотря на фактор сезонности, произошло существенное сокращение чистого убытка с 1,4 млрд руб. (во 2 кв. 2010 г.) до 114 млн руб., что было обусловлено, в частности, сокращением расходов на содержание непрофильных активов, а также разовым списанием просроченной дебиторской задолженности во 2 кв. 2010 г. Совокупный долг компании увеличился с начала года на 5% до 17,6 млрд руб., однако при этом долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) остается отрицательной.

Ключевые финансовые показатели Мосэнерго

В млн руб., если не указано иное	2кв. 2011	2кв. 2010	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка, в т.ч.	29 634	23 964	+24%	89 889	74 691	+20%
реализация электроэнергии (включая мощность)	19 162	15 366	+25%	46 619	36 570	+27%
реализация тепловой энергии	9 782	7 574	+29%	41 965	36 208	+16%
ЕБИТДА	2 883	956	+3,0x	15 603	9 958	+57%
Рентабельность ЕБИТДА	9,7%	4,0%	+5,7 п.п.	17,3%	13,3%	+4,0 п.п.
Операционная прибыль	-392	-2 063	-	9 308	3 955	+2,3x
Операционная рентабельность	отриц.	отриц.	-	10,3%	5,3%	+5,0 п.п.
Чистая прибыль	-114	-1 390	-	7 867	4 237	+86%
Чистая рентабельность	отриц.	отриц.	-	8,7%	5,7%	+3,0 п.п.
Операционный поток				3 505	11 557	-3,3x
Инвестиционный поток, в т.ч.				-13 705	-3 232	+4,2x
капитальные затраты				-4 735	-2 688	+76%
Свободный денежный поток				-10 200	8 325	-

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	17 585	16 746	+5%
Краткосрочный долг	5 152	4 976	+3%
Долгосрочный долг	12 433	11 770	+6%
Чистый долг	-1 485	-11 588	-
Долг/ЕБИТДА*	0,68x	0,83x	-
Чистый долг/ЕБИТДА*	отриц.	отриц.	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Несмотря на повышение ЕБИТДА, давление оказывает рост цен на топливо

Повышение ЕБИТДА на 57% в 1П 2011 г. относительно аналогичного периода прошлого года указывает на тот факт, что расходы компании росли медленнее, чем выручка. Однако существенное давление на этот показатель оказывают расходы на топливо (почти все электростанции компании работают на природном газе (98% в топливном балансе)). В 1П 2011 г. они составили 49,5 млрд руб., или свыше 55% всех операционных расходов (+25% г./г.) При этом стоит отметить, что отсрочка утвержденного повышения тарифов на газ (не с 1 января, а с 1 июля 2012 г.) позволит компании в сохраняющихся благоприятных ценовых условиях повысить операционную рентабельность.

Темпы увеличения других расходов не были существенными

Темпы увеличения прочих расходов не были существенными, а затраты на оплату труда даже сократились с 5,7 млрд руб. до 4 млрд руб. в связи с ликвидацией ряда непрофильных активов компании и, соответственно, сокращением персонала (с 9 851 до 8 493 человек). В итоге, рентабельность EBITDA выросла с 13,3% в 1П 2010 г. до 17,3% в 1П 2011 г.

Значительное увеличение инвестиций связано с разовой статьей

Сокращение операционного денежного потока более чем втрое в 1П 2011 г. связано с направлением средств (8,9 млрд руб.) в оборотный капитал компании (заметный рост дебиторской задолженности при сокращении кредиторской). При этом существенное увеличение инвестиций объясняется разовой статьей: из 13,7 млрд руб. около 9 млрд руб. было предоставлено в виде займа банку "Россия". Подробности данной сделки не раскрываются. Эти инвестиции, а также капзатраты в размере 4,7 млрд руб. были преимущественно профинансированы из накопленных денежных средств, что привело к снижению их остатка на балансе с 28 млрд руб. до 19 млрд руб.

Отрицательная долговая нагрузка за счет запаса ликвидности

Совокупный долг Мосэнерго с начала года вырос незначительно - на 5% до 17,6 млрд руб. за счет привлечения банковских кредитов. Однако благодаря существенному запасу ликвидности, долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA остается отрицательной.

Для утвержденной инвестпрограммы на 2011-2013 гг. потребности в заемном финансировании незначительны

Основными направлениями инвестиций для компании остаются замена выработавшего свой ресурс оборудования и строительство новых энергоблоков для увеличения установленной мощности (в соответствии с договорами о предоставлении мощности, заключенными в прошлом году). Так, инвестиционный бюджет на 2011 г. утвержден на уровне 17,8 млрд руб., на 2012 г. и 2013 г. - 22 и 23 млрд руб., соответственно. По нашим оценкам, во втором полугодии 2011 г. остальные 13 млрд руб. инвестпрограммы потенциально могут быть профинансированы за счет собственных средств, однако, учитывая неравномерность денежных потоков в 3-4 кв. года, вероятно, компания прибегнет к заемному финансированию. В 2012-13 гг. для осуществления запланированных инвестиций также могут быть привлечено внешнее финансирование (помимо прочего, зарегистрировано два выпуска биржевых облигаций на сумму 3 млрд руб.).

13 сентября 2011 г. компания погасила облигации Мосэнерго-1 на сумму 4,6 млрд руб., таким образом, до июля 2012 г. объем погашений краткосрочных кредитов составляет 500 млн руб. В феврале 2012 г. и декабре 2012 г. состоятся оферты по выпускам Мосэнерго-2 и Мосэнерго-3 (по 5 млрд руб. каждый). По нашим оценкам, даже в случае предъявления всего объема облигаций инвесторами долговая нагрузка по итогам 2012 г. останется на приемлемом уровне (Чистый долг/EBITDA менее 1,0x).

На наш взгляд, обращающиеся облигации Мосэнерго оценены справедливо. В сегменте коротких бумаг эмитентов с рейтингом ВВ мы считаем лучшей альтернативой облигации СеверСталь БО-1 (УТМ7,3%@ сентябрь 2012 г.), которые предлагают премию на уровне 70 б.п. к выпуску Мосэнерго-3 (УТР6,6%@ декабрь 2012 г.).

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	(+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
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.