

Пульс рынка

- ▶ **Стенограмма FOMC подняла UST на новые высоты.** Опубликованный вчера протокол с последнего заседания FOMC (30-31 июля) свидетельствует об отсутствии среди членов комитета сторонников агрессивного сворачивания QE3. В сравнении с июнем произошло снижение их уверенности в устойчивости экономического роста. Однако общее мнение о целесообразности начала сворачивания стимулов во 2П 2013 г. сохранилось. Стоит отметить, что макростатистика по США, опубликованная с момента последнего заседания комитета, оказалась заметно лучше ожиданий (в частности, значения индексов ISM), указывая на рост ВВП в годовом выражении во 2 кв. выше 2% (согласно предварительным данным, +1,7%). Неплохие данные вышли по рынку труда (произошло заметное снижение заявок на пособия по безработице). Локомотивом роста выступает рынок недвижимости: объем сделок на вторичном рынке увеличился в июле на 6,5% м./м. Таким образом, есть основание полагать, что уже на следующем заседании будет дан старт уменьшению объема покупок ценных бумаг (правда, по ожиданиям рынка, на довольно умеренные 10 млрд долл.). Важно отметить, что в протоколе не содержалось упоминаний о состоянии финансовых рынков (в частности, о том, что произошло повышение ставок по ипотеке), ухудшение которого могло бы стать аргументом в пользу сохранения QE3. Однако, по-видимому, FOMC будет все же ориентироваться на экономические данные. Нежелание ФРС идти "на поводу" у рынков привело к очередному повышению доходностей: 10-летние бонды поднялись на 10 б.п. до УТМ 2,91%. Мы сохраняем нашу рекомендацию по продаже суверенных бумаг РФ (вчера Russia 42 подешевели еще на 2 п.п.). В ближайшее время на рынке ОФЗ сохранится негативная ценовая динамика (в частности, мы ожидаем рост доходности 10-летних ОФЗ 26211 до УТМ 8,0%).
- ▶ **Даже на короткие ОФЗ высокого спроса нет.** Вчера Минфину удалось разместить ОФЗ 25082 лишь в объеме 64% из предложенных 10 млрд руб., а доходность была определена по верхней границе ориентира УТМ 6,32%. Мы полагаем, что основными покупателями выступили локальные инвесторы, располагающие некоторым избытком дешевой ликвидности. Отсутствие высокого спроса на короткие ОФЗ свидетельствует о низких ожиданиях их ценового роста в ответ на сокращение ставки РЕПО ЦБ, позитивный эффект от которого, по нашему мнению, будет полностью нивелирован началом сворачивания QE (и повышением доходностей базовых активов). Низкие доходности на рынке ОФЗ (относительно GEM в терминах реальных ставок) обусловлены, главным образом, отсутствием нового предложения (чистое размещение в январе-июле составило 85 млрд руб.). Стоит отметить, что Минфин существенно отстает от своего плана по заимствованию на внутреннем рынке: в 1П 2013 г. из планируемых 606 млрд руб. реализовано было лишь 362 млрд руб., при этом ОФЗ погашены были на сумму 348 млрд руб. В этой связи вопрос о финансировании бюджетного дефицита вряд ли может быть решен без нарушения бюджетного правила.
- ▶ **Банки увеличивают капитал 1-го уровня.** Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3) сегодня начнет размещение обыкновенных акций, прежде всего, среди действующих акционеров, в ходе которого планируется привлечь 4,5 млрд руб. По нашим оценкам, допэмиссия позволит увеличить достаточность капитала 1-го уровня на 1,2 п.п. до вполне комфортных 8,8%. В целом по банковской системе запас капитала не является высоким, учитывая признаки ухудшения качества кредитов (что требует дополнительных отчислений в резервы) и все еще высокий темп кредитования (+7,6% в 1П 2013 г.). Помимо Банка Санкт-Петербург также планируют вливания в основной капитал МКБ и НОМОС Банк, за которыми может последовать и предложение нового субординированного долга.
- ▶ **Moody's оценило условие loss-absorption в 2 ступени.** Агентство присвоило рейтинг B2 недавно размещенному субординированному выпуску RUSB 24 (с купоном 11,5% годовых), соответствующего требованиям Базель 3. Таким образом, негативное влияние условия loss absorption на кредитное качество выпуска было оценено всего в 2 ступени в сравнении со старшими бумагам БРС (B+/Ba3/B+). Премия выпуска RUSB 24 к "старым" субордам RUSB 18 (без условия loss absorption) составляет 170 б.п. в терминах спредов к валютным свопам, что, по нашему мнению, является недостаточной компенсацией, в том числе, за слишком длинную дюрацию.

Темы выпуска

- ▶ **НОМОС-Банк: убыток по ценным бумагам подпортил результат**
- ▶ **Alliance Oil: восстановила силы перед сложным 2П 2013 г.**

НОМОС-Банк: убыток по ценным бумагам подпортил результат

Кредитование растет опережающими темпами...

НОМОС Банк (-/Ва3/ВВ-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Рост кредитного портфеля (+10% до 725,5 млрд руб.), как и в предыдущем квартале, опередил средние показатели по рынку, как в розничном, так и, в особенности, в корпоративном сегменте (+9,6% и +10,3% против +8,6% и +4,2% по системе). При этом темпы роста портфеля превысили показатель 1 кв. 2013 г. NPL 90+ немного увеличился (до 2,25%), но его покрытие резервами остается комфортным (139%). Негативным моментом представленных результатов стал убыток по портфелю ценных бумаг в размере 1,86 млрд руб. (против небольшой прибыли в объеме 66 млн руб. в 1 кв.), который стал следствием повышения доходностей на долговых рынках. По информации банка, в настоящее время 40% этого убытка уже "отыграно".

... несмотря на невысокий запас капитала 1-го уровня

Операционная прибыль до уплаты налога сократилась почти в два раза до 2,35 млрд руб., как следствие, возврат на капитал оказался на уровне 7%. Банк имеет невысокий запас капитала 1-го уровня, его достаточность, по нашим оценкам, составила всего 6,4% на 1 августа 2013 г. Менеджмент планирует допэмиссию акций, которая, по нашему мнению, может быть осуществлена, в том числе, и через конвертацию субординированного долга, полученного от связанных сторон (6 млрд руб. @ 12% годовых). Это позволило бы повысить достаточность капитала 1-го уровня на 1 п.п. при прочих равных. Вся прибыль за 2013 г. будет капитализирована, выплата дивидендов не планируется.

Ключевые финансовые показатели НОМОС Банка

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Активы, в т.ч.	976 992	929 382	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	725 526	658 727	+10%
физ. лицам	108 478	99 009	+10%
юр. лицам	617 048	559 718	+10%
NPL 90+/Кредитный портфель	2,2%	2,1%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	85 689	67 340	+27%
Депозиты клиентов	442 870	409 438	+8%
Собственный капитал	96 690	94 767	+2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,5%	16,0%	-0,5 п.п.
ROAE	12,9%	18,0%	-5,1 п.п.
ROAA	1,3%	1,9%	-0,6 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	9 256	8 799	+5%
Чистый комиссионный доход	2 250	1 945	+16%
Операционные доходы	7 619	11 057	-31%
Расходы/доходы	48,8%	45,8%	+3 п.п.
Чистая прибыль	1 685	4 381	-61%
Чистая процентная маржа	4,4%	4,4%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Качество портфеля остается на высоте

Качество кредитного портфеля остается высоким: по нашим оценкам, NPL 90+ в сумме со списанными кредитами в 1П 2013 г. (~3,1 млрд руб.) составил всего 2,4% портфеля, что с запасом покрывается резервами (норма резервирования удерживается на уровне ~3,1%). Судя по динамике величины NPL 1-90 дней, признаков ухудшения качества кредитов не наблюдалось. В сравнении с чистой процентной маржой (4,4%) объем "плохих" кредитов также выглядит невысоким. Тот факт, что во 2 кв. чистый процентный доход вырос лишь на 5,2% кв./кв., заметно отстав от динамики кредитного портфеля, скорее всего, связан с неравномерной выдачей новых кредитов. По данным менеджмента, банк планирует постепенный перевод розничного бизнеса на Банк Открытие, концентрируя основное внимание на развитии корпоративного кредитования. Напомним, что в рамках обновленной в апреле этого года стратегии ФК Открытие развитие банковского бизнеса будет осуществляться на базе трех

банков: НОМОС Банка (корпоративный бизнес), Банка Открытие (розница) и Ханты-Мансийского банка (универсальный региональный банк). НОМОС Банк будет владеть контрольными пакетами этих банков.

**Запас ликвидности
нельзя назвать
избыточным**

В отличие от динамики банковской системы приток клиентских средств во 2 кв. (+29,65 млрд руб.) у НОМОС Банка заметно отстал от прироста кредитного портфеля (+66,85 млрд руб.). Образовавшийся дефицит был компенсирован средствами, ранее размещавшимися на МБК (30 млрд руб.), а также от выпуска долговых ценных бумаг (евробонд NOMOS 18 номиналом 500 млн долл.). На горизонте 12 месяцев, следующих за отчетной датой, накопленный дефицит ликвидности составил 51 млрд руб., что нельзя назвать комфортным уровнем, поскольку 65% портфеля ценных бумаг (с общим объемом 121 млрд руб.) уже находится в залоге у ЦБ.

**Основной риск связан
с ФК Открытие**

В целом мы оцениваем автономное кредитное качество банка как устойчивое, основным источником риска являются действия акционера - ФК Открытие, которая, в частности, использовала заемные средства для приобретения банка. Объем процентных выплат по долгу ФК Открытие составил ~40-60% чистой прибыли НОМОС Банка (вместе с ХМБ) и банка Открытие (В/-/В), которые являются основными зарабатывающими компаниями холдинга.

**Потенциал для
ценового роста
облигаций отсутствует**

По нашему мнению, котировки евробондов НОМОС Банка уже учитывают недавнее понижение рейтинга от Fitch. Давление на цены может оказать возможное пополнение капитала и/или рефинансирование долга ФК Открытие за счет выпуска облигаций (старших или субординированных) НОМОС Банка. Тем не менее, мы считаем текущий спред "субборда" NOMOS 19 к старшему выпуску NOMOS 18 на уровне 154 б.п. избыточным, учитывая отсутствие условия loss-absorption.

Alliance Oil: восстановила силы перед сложным 2П 2013 г.

**Результаты
восстановились после
падения в 1 кв.**

Вчера компания Alliance Oil (В+/-/В) опубликовала нейтральные финансовые результаты за 2 кв. 2013 г. по МСФО. Операционные и финансовые показатели оказались значительно лучше, чем в 1 кв., но 2П может быть достаточно тяжелым из-за роста цен на сырье для Хабаровского НПЗ. Кроме того, существует риск снижения объемов переработки на нем из-за наводнения в регионе. Мы считаем, что 2013 г. будет менее удачным для компании, даже несмотря на существенный рост объемов добычи благодаря разработке новых газовых активов. Причиной снижения показателя EBITDA в 2013 г., на наш взгляд, станет падение рентабельности переработки (из-за роста премии внутренних цен на нефть к экспортному netback), а более низкие цены на мировых рынках сократят доходы сегмента upstream.

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	906,6	882,3	+3%	1 788,9	1 632,3	+10%
Операционная прибыль	113,2	91,8	+23%	205,0	251,2	-18%
Операционная рентабельность	12,5%	10,4%	+2,1 п.п.	11,5%	15,4%	-3,9 п.п.
ЕБИТДА	175,4	153,6	+14%	329,0	350,9	-6%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,3%	17,4%	+1,9 п.п.	18,4%	21,5%	-3,1 п.п.
Чистая прибыль	40,0	44,1	-9%	84,1	158,9	-47%
Чистая рентабельность	4,4%	5,0%	-0,6 п.п.	4,7%	9,7%	-5,0 п.п.
Операционный денежный поток	195,2	-25,6	-	169,6	204,2	-17%
Капитальные вложения	-151,0	-168,3	-10%	-319,3	-390,4	-18%
Свободный денежный поток	44,2	-193,9	-	-149,7	-186,2	-20%
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	2 158,7	1 985,4	+9%			
Краткосрочный долг	383,8	490,4	-22%			
Долгосрочный долг	1 774,9	1 495,0	+19%			
Чистый долг	1 760,9	1 809,8	-3%			
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,5x	2,7x	-			

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Газ обеспечил рост добычи	Во 2 кв. консолидированная добыча углеводородов выросла на 11% кв./кв. за счет ее увеличения на новых газовых месторождениях, запущенных в коммерческую эксплуатацию в 1 кв. текущего года. Добыча сырой нефти повысилась лишь на 2,6% кв./кв. Очевидно, что менеджмент сможет выполнить планы по двухзначному росту добычи углеводородов в этом году, но сможет ли компания продемонстрировать аналогичный рост в 2014 г. (до 2015 г. планируется увеличение не менее чем на 10% в год), остается под вопросом. Уже во 2 кв. доля газа в общей добыче почти достигла 12% при долгосрочной цели 20%. Мы полагаем, что в текущем году темпы роста газодобычи достигнут максимума и в последующие годы будут снижаться (в т.ч. из-за эффекта высокой базы). Объем переработки нефти практически не изменился относительно предыдущего квартала и составил 7,74 млн барр.
Alliance Oil увеличила выручку за счет реализации запасов	Во 2 кв. Alliance Oil использовала часть накопленных запасов нефтепродуктов для удовлетворения возросшего спроса. В результате при стабильном уровне производства продажи возросли более чем на 9% кв./кв. За счет высвобождения запасов компании удалось увеличить выручку на 3% кв./кв. до 907 млн долл. при падении цен на нефть и нефтепродукты. Однако мы считаем, что не стоит ждать аналогичного эффекта во 2 полугодии (возможна даже обратная ситуация).
Рентабельность по EBITDA восстановилась до 19%	Снижение мировых цен на нефть во 2 кв. не помешало восстановить рентабельность Alliance Oil после провального 1 кв. Рентабельность по EBITDA превысила 19%, а показатель EBITDA/барр. н.э. увеличился на 2% до 31,2 долл./барр. н.э. Среди причин - сокращение операционных расходов, как в сегменте добычи, так и в переработке, но ключевым фактором стало снижение стоимости сырья для Хабаровского НПЗ. По итогам квартала EBITDA сегмента переработки увеличилась в два раза до 75 млн долл.
Снижение рабочего капитала обеспечило рост денежного потока	Во 2 кв. компании удалось продемонстрировать положительный свободный денежный поток благодаря сокращению инвестиций в оборотный капитал на 72,6 млн долл. В результате чистый операционный денежный поток вырос до 195 млн долл. Но без учета этого эффекта операционный поток составил лишь 123 млн долл., что ниже уровня капитальных вложений (151 млн долл.). Мы считаем, что 2 кв. будет единственным в 2013 г., в котором компании удастся вывести свободный поток в положительную зону. По нашим оценкам, отрицательный денежный поток в 2013 г. может превысить 300 млн долл.
Модернизация завершена на 97%	На телеконференции менеджмент Alliance Oil сообщил, что модернизация Хабаровского НПЗ завершена на 97%. Новые мощности должны быть запущены в коммерческую эксплуатацию в 1П 2014 г. Планы по капвложениям по-прежнему остаются на уровне 680-780 млн долл. Соответственно, во 2П компания может направить на эти цели около 360-460 млн долл. Во 2 кв. компания разместила 7-летние еврооблигации на 500 млн долл. и привилегированные акции на 100 млн долл. В связи с этим, скорее всего, дополнительные заемные средства до конца года ей не потребуются.
Временное снижение долговой нагрузки	Сгенерированный свободный денежный поток позволил незначительно сократить долговую нагрузку (Чистый Долг/EBITDA) компании до 2,5х. Учитывая наши ожидания по снижению рентабельности и росту отрицательного свободного денежного потока во 2П, стоит ждать увеличения долговой нагрузки, как за счет падения EBITDA, так и за счет расходования привлеченных во 2 кв. 2013 г. заемных средств на капитальные вложения.
Слухи о покупке компании уже учтены в ценах бондов	Рублевые облигации НК Альянс неликвидны. Длинные выпуски Альянс-4,6 котируются на уровне YTM9,0-9,25% @ июнь 2016 г. (=ОФЗ + 280-300 б.п.), что адекватно отражает кредитный риск. Евробонды VOSTOK 20 (YTM 7,02%) с конца июня подорожали на 10 п.п. до номинала, опередив рынок, в результате их спред к кривым ВымпелКома и Северстали сузился до 50 б.п., а к бумагам Роснефти/ТНК-ВР до 185 б.п. Такая динамика была вызвана слухами о возможной покупке компании Роснефтью. Несмотря на то, что эти слухи были опровергнуты менеджментом обеих компаний, котировки бондов не снизились. Потенциала для дальнейшего ценового роста бумаг Альянса мы не видим.

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	

Транспорт

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

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
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
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
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.