

Пульс рынка

- ▶ **Планка 2000 взята.** Финансовые рынки сохранили позитивную динамику (+0,1% по американским и +1% по европейским индексам). Индекс S&P 500 обновил максимум на уровне выше 2000 пунктов. Основным фактором роста выступают сильные макроданные по США: объем заказов на товары длительного пользования в июле подскочил на 22,6% м./м. (прогноз предполагал рост на 5,1% м./м.) за счет всплеска заказов на гражданские самолеты, которые, однако, являются волатильной компонентой (без нее заказы сократились бы на 0,8% м./м.). Заметно лучше ожиданий вышло значение индекса потребительской уверенности в августе (92,4 против 89,5) вследствие сохранения позитивных тенденций на рынке труда (выросла доля людей, наблюдающих избыток подходящих вакансий). Сильная статистика при отсутствии сигналов от ФРС по ужесточению монетарной политики (при этом ЕЦБ не исключает дальнейшее смягчение своей политики для борьбы с дефляционными рисками) не оставляют рынкам акций другого выбора, кроме как продолжать расти. Встреча В. Путина с П. Порошенко завершилась в конструктивном ключе (она может стать началом дипломатического процесса по урегулированию ситуации на Украине, хотя конкретных договоренностей достигнуто не было). Переговоры по газовому вопросу запланированы на 6 сентября (недавно представители Киева заявили, им придется закупить у Газпрома еще 5 млрд куб. м газа для прохождения отопительного сезона и обеспечения бесперебойного транзита в Европу). Несмотря на то, что доходности ОФЗ за неделю несколько снизились (с УТМ 9,35 до УТМ 9,3% по длинному выпуску ОФЗ 26207), Минфин вновь отменил аукцион.
- ▶ **Магнит уверен в своих силах.** Вчера в ходе телеконференции менеджмент заявил, что динамика продаж в августе остается сильной, при этом ритейлер отмечает возможное ускорение инфляции в сентябре, когда производители и сети перейдут на товарные запасы, закупленные по новым ценам. Реакция потребителей при этом, по ожиданиям Магнита, будет выражаться в частичном переключении на более доступные продукты (так, удорожание яблок может привести к увеличению потребления бананов). В результате компания не ожидает, что введенный запрет на импорт окажет негативное влияние на рентабельность бизнеса. Это выглядит обоснованным, т.к. ~80% продаж Магнита генерируется в формате дискаунтера, в котором может наблюдаться приток трафика в случае ухудшения покупательской способности населения. Однако ритейлеры, работающие преимущественно в формате супермаркета и гипермаркета, могут почувствовать давление на рентабельность, если покупатели начнут экономить. Магнит также не обеспокоен удорожанием стоимости долга (средневзвешенная процентная ставка составляет около 9,5% по итогам 1П 2014 г.) и рисками ликвидности: компания уже генерирует достаточный денежный поток для финансирования инвестиций и выплаты дивидендов, а также ожидает, что по итогам 2014 г. Чистый долг/ЕБИТДА снизится ниже 0,8х (по итогам 1П 2014 г. - 0,9х).
- ▶ **Металлоинвест (ВВ/Ва2/ВВ): металлургический сегмент компенсировал снижение цен на ЖРС.** Результаты компании по МСФО за 1П 2014 г. мы оцениваем умеренно позитивно. При продолжающемся снижении мировых цен на ЖРС на 17% п./п. до 111 долл./т (напомним, что этот сегмент образует 37% всей выручки), компании удалось даже увеличить рентабельность по ЕБИТДА до 30,8% (28,7% во 2П 2013 г.). Помимо наличия долгосрочных контрактов (с Северсталью, ММК, также были подписаны контракты с Группой Кокс), такому результату способствовал металлургический сегмент (где произошел рост разницы между ценами на сырье и стальную продукцию): в 1П 2014 г. его ЕБИТДА составила 135 млн долл. (-32 млн долл. во 2П 2013 г.). За счет этого удалось с лихвой покрыть снижение ЕБИТДА в горнорудном сегменте (на 42 млн долл. до 924 млн долл.). В структуре продаж произошло небольшое снижение доли РФ и СНГ (на 2 п.п. до 58%) в пользу Европы (+1 п.п. до 21%). Операционный поток в 1П 2014 г. достиг 799 млн долл. (против 359 млн долл. во 2П 2013 г.) за счет как высвобождения средств из оборотного капитала (+96 млн долл.), так и продажи АДР Норильского Никеля (+251 млн долл., доля Металлоинвеста сократилась с 5% до 4,2%). На капвложения было потрачено 287 млн долл. (в основном приобретение горнорудной техники). Остаток средств был размещен на счетах (+470 млн долл. до 993 млн долл.). Чистый долг сократился на 588 млн долл. до 4,86 млрд долл., а его отношение к LTM ЕБИТДА - до 2,32х (против 2,43х в 2013 г.). Краткосрочный риск рефинансирования отсутствует (первые погашения в 2015 г., всего на 0,8 млрд долл.). На рынке евробондов мы считаем METINR 16 лучшей альтернативой CHMFRU 16 (премия между ними - 150 б.п.), при этом длинный METINR 20 выглядит дорого в сравнении с PGILLN 20 (премия 50 б.п. не соответствует разнице в рейтингах (2 ступени по шкале Fitch и 1 ступень - по Moody's)).

Темы выпуска

- ▶ ПСБ: удалось выбраться из убытков и нарастить капитал
- ▶ ТМК: без заметных улучшений

ПСБ: удалось выбраться из убытков и нарастить капитал

Снижение отчислений в резервы помогло выйти в прибыль

Промсвязьбанк (ВВ-/ВаЗ/ВВ-), занимающий 11-е место в России по размеру активов на 1 июля 2014 г. (по данным Интерфакса), опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2014 г., которую мы оцениваем умеренно позитивно. В отличие от предшествующих двух кварталов (когда банк был убыточным из-за повышенных отчислений в резервы и убытка по портфелю ценных бумаг) ПСБ получил прибыль (2,6 млрд руб. против убытка 2,1 млрд руб. в 1 кв. и 1,6 млрд руб. в 4 кв.). Чистая процентная маржа на уровне 4,6% является умеренным значением в сравнении со стоимостью риска (1,6%, что на 66% ниже, чем в 1 кв. 2014 г.). Рост кредитного портфеля замедлился кв./кв. до +1,5%, при этом с начала года прирост составил 11,2%, что является высоким темпом в сравнении с прибыльностью (показатель ROAE на уровне 1,7%).

Достаточность капитала удалось нарастить за счет внутренних источников

Вследствие повышенной кредитной активности достаточность капитала 1-го уровня в 1П сократилась на 0,7 п.п. до 8,7% (при этом во 2 кв. произошло небольшое восстановление кв./кв. в связи получением прибыли и снижением темпа кредитования). В меньшей степени сократился (на 0,16 п.п. до 6,99%) показатель Н1.2 (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3, рассчитываемая по РСБУ). После отчетной даты в июле был размещен "суборд" номиналом 300 млн долл. @ 10,51% (по словам менеджмента, за счет участия в выпуске состоятельных клиентов банка), что привело к росту показателя Н1 на 0,5 п.п. до 11,13% на 1 августа. До конца года ожидается вливание средств в капитал со стороны акционеров в форме бессрочного субординированного долга.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Активы, в т.ч.	783,1	776,9	+1%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	635,5	626,1	+1%
розничные	77,5	71,1	+9%
корпоративные	468,6	465,8	+1%
МСБ	89,4	89,2	+0%
NPL/Кредитный портфель	3,8%	4,0%	-0,2 п.п.
Собственный капитал	66,7	64,1	+4%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 1)	13,4%	13,1%	+0,3 п.п.
ROE	16,0%	отр.	н/а
Депозиты и счета клиентов	543,3	509,4	+7%
В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	8,3	8,1	+2%
Чистый комиссионный доход	3,1	3,2	-3%
Операционные доходы	11,4	10,0	+14%
Чистая прибыль	2,6	-2,1	н/а
Чистая процентная маржа	4,6%	4,7%	-0,1 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Конвертация валютных кредитов в рублевые и акцент на крупных корпоративных клиентах

Прирост корпоративного кредитования, включая МСБ, составил менее 1% (объем портфеля составил 558 млрд руб. против 555 млрд руб. в 1 кв.). Опережающий рост продолжает демонстрировать розничный сегмент за счет потребительских кредитов (+5,6% кв./кв. до 57 млрд руб.) и ипотеки (+17,6% до 12,9 млрд руб.). В результате доля розницы в портфеле достигла 12,2% (против 11,4% в 1 кв.). Отметим, что рублевые кредиты во 2 кв. выросли на 12,4% до 457 млрд руб., при этом валютные, напротив, сократились (на 15% с учетом валютной переоценки). Это, по-видимому, обусловлено конвертацией валютных кредитов в рублевые (в условиях дефицита валютного фондирования). Наибольший спрос на кредиты формируют крупные компании (в т.ч. Роснефть, ЛУКОЙЛ) для рефинансирования внешних обязательств.

**Признаков
дальнейшего
ухудшения качества
кредитов не
наблюдается**

Снижение показателя NPL 90+ в отношении к портфелю во 2 кв. (на 0,2 п.п. до 3,8%) стало следствием списаний и продажи обесцененных кредитов, объем которых составил 4,2 млрд руб. (2,9 млрд руб. в 1 кв.). В сумме со списанными/проданными кредитами в 1П 2014 г. показатель NPL 90+ составил 4,9% (что является высоким значением в сравнении с чистой процентной маржой). После списаний показатель NPL 90+ по корпоративному сегменту сократился до 3,1% (с 3,7%), при этом в рознице и МСБ продолжился рост необслуживаемых кредитов - до 7,1% и 4,6%, соответственно. Учитывая отсутствие признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов (NPL 1-90 дней во 2 кв. сократился на 28,5% до 4,14 млрд руб.), мы считаем, что резервирование на уровне 118% NPL 90+ является адекватным (падение стоимости риска/отчислений в резервы отражает улучшение качества кредитного портфеля). Менеджмент ожидает стабилизацию качества (в том числе и в рознице, в которой был урезан объем кредитов, выданных клиентам "с улицы").

**Высвобождение
средств из портфеля
ценных бумаг...**

Улучшение конъюнктуры на финансовом рынке кв./кв. позволило сократить убыток от переоценки портфеля ценных бумаг с 2,2 млрд руб. в 1 кв. до 0,4 млрд руб., при этом размер портфеля был сокращен на 22% до 38 млрд руб., или 4% от активов (главным образом, за счет корпоративных облигаций на 8,5 млрд руб. и ОФЗ на 7,9 млрд руб.). Доля ценных бумаг, находящихся в залоге, снизилась с 16% в начале года до 9,5%.

**Заметный приток
средств
корпоративных
клиентов**

Большая часть рублевых инвестиций в кредитный портфель во 2 кв. (+50 млрд руб.) была профинансирована за счет сокращения позиции в ценных бумагах (11 млрд руб.) и притока рублевых средств на счета клиентов (24 млрд руб.), в основном корпоративных (крупные компании, в том числе связанные с государством). Сокращение срочных депозитов со стороны российских банков на 9 млрд руб. (до 5 млрд руб.) было компенсировано средствами ЦБ РФ (+13 млрд руб.). В апреле банк погасил евробонды на сумму 500 млн долл., что сопровождалось снижением и валютных активов.

**Избытком валютной
ликвидности снижает
стоимость рублевого
фондирования**

По балансу в иностранной валюте банк имеет превышение обязательств над активами (на 100 млрд руб. в рублевом эквиваленте), то есть фактически избыток валюты, который в настоящее время позволяет привлекать рубли по валютным свопам по ставкам более низким (на 50-100 б.п.), чем РЕПО с ЦБ.

Рублевые облигации эмитента неликвидны, их покупка сопряжена с риском повышения ключевых ставок ЦБ РФ. В сегменте евробондов банков мы отдаем предпочтение старшему выпуску АКВНС 15 (без условия loss-absorption), которые предлагают относительно высокую доходность 9%.

ТМК: без заметных улучшений

ТМК (B+/B1/-) опубликовала нейтральные результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО. Пока компании не удалось продемонстрировать явных улучшений операционных и финансовых показателей, но менеджмент возлагает надежды на 2П 2014 г. (прежде всего, ожидая наращивания поставок по Восточной газовой программе Газпрома, а также улучшения конъюнктуры на американском рынке).

Ключевые финансовые показатели ТМК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2014	1 кв. 2014	изм.	2 кв. 2013	изм.
Выручка	1 516	1 466	+3%	1 649	-8%
Валовая прибыль	285	281	+1%	355	-20%
Валовая рентабельность	18,8%	19,2%	-0,4 п.п.	21,5%	-2,7 п.п.
ЕБИТДА	190	184	+3%	250	-24%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,5%	12,5%	-	15,2%	-2,7 п.п.
Чистая прибыль	60	-16	n/a	40	+50%
Операционный поток	113	131	-14%	197	-43%
Отток по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-83	-65	+28%	-101	-18%
Капвложения	-85	-68	+31%	-74	+15%
Финансовый поток	23	-96	n/a	-87	n/a

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2014	31 марта 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 753	3 593	+4%
Краткосрочный долг	741	718	+3%
Долгосрочный долг	3 012	2 875	+5%
Чистый долг	3 631	3 526	+3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	4,5x	4,1x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка выросла
благодаря
наращиванию
объемов реализации**

Во 2 кв. 2014 г. ТМК увеличила физические объемы продаж на 5% кв./кв. до 1,1 млн тонн исключительно за счет российского сегмента (+8% кв./кв. благодаря увеличению поставок сварных труб (+14% кв./кв. по всей группе) и, прежде всего, ТБД). Продажи в Америке и Европе снизились на 3% и 5%, соответственно. Тем не менее, рост выручки был несколько ниже (+3% кв./кв.), что, возможно, связано с увеличением продаж сварных труб промышленного назначения в РФ, что также оказало давление на валовую прибыль (+1% кв./кв.). Тем не менее, улучшение структуры продаж и снижение коммерческих, административных и общехозяйственных расходов, произошедшие в американском дивизионе, позволили продемонстрировать сопоставимую с выручкой динамику ЕБИТДА.

**Во 2П 2014 г.
ожидается улучшение
финансовых
показателей ...**

Менеджмент по-прежнему ожидает улучшения финансовых показателей во 2П 2014 г., отмечая рост спроса на трубы большого диаметра в связи с запуском проекта "Сила Сибири". Кроме того, в результатах 2П 2014 г. должен в полной мере найти отражение позитивный эффект от повышения цен на готовую продукцию (с апреля 2014 г., на 2-5%), тогда как цены на сырье не должны значительно измениться. Дополнительную поддержку окажет ожидаемое улучшение ценовой конъюнктуры на американском рынке.

**...но пока компания
наращивает долг**

Несмотря на небольшое увеличение ЕБИТДА, чистый операционный денежный поток продолжил снижаться на фоне увеличения инвестиций в оборотный капитал. Его не хватило для покрытия возросших инвестиций (85 млн долл.) и выплаты процентов (62 млн долл.). В результате компании пришлось привлечь дополнительный долг (совокупный долг с учетом валютной переоценки вырос на 160 млн долл.), неиспользованный остаток которого был аккумулирован на счетах (денежные средства увеличились на 54 млн долл. до 122 млн долл.).

Долговая нагрузка продолжает расти (до 4,5x Чистый долг/ЕБИТДА). Мы по-прежнему считаем, что возможности компании по заметному сокращению долга достаточно ограничены (помимо прочего, в соответствии с дивидендной политикой ТМК намерена распределять в виде дивидендов не менее 25% чистой прибыли по МСФО; в июне 2014 г. была одобрена выплата итоговых дивидендов за 2013 г. на 21 млн долл.; также компания в этом году намерена выплатить промежуточные дивиденды).

До конца 2014 г. ТМК необходимо будет погасить 276 млн долл. банковских кредитов. В 2015 г. долг к погашению (527 млн долл.) включает также выпуск евробондов TRUBRU 2015 на ~328 млн долл. (февраль 2015 г.). Помимо денежных средств (122 млн долл.), по информации менеджмента, ТМК доступны подтвержденные кредитные линии российских банков на общую сумму - 1 млрд долл. Некоторую поддержку может оказать планируемое вторичное размещение акций, однако, в текущих условиях на него вряд ли стоит рассчитывать.

В сегменте евробондов лучшей альтернативой TRUBRU 18 (YTM 6,8%) мы по-прежнему считаем бонды NORDLI 18 (YTM 6,8%).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: у населения «пропал аппетит»

Промышленность в июне: «маски» сняты

Новый официальный макропрогноз: рост «вопреки»

Валютный рынок

ЦБ продолжает повышать гибкость курса

Монетарная политика ЦБ

Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности

Долговая политика

Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке

Рынок облигаций

ОФЗ дороги даже при инфляции 6% за 2014 г.

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Торговый баланс: импортная поддержка

Отток капитала — худшее позади

Инфляция

Снижение инфляции не оправдывает ожиданий

Инфляция «болеет» вместе со свиньями

Ликвидность

Годовой аукцион 312-П принесет в банковскую систему 200 млрд руб.; позитивно для ставок

ЦБ увеличивает потенциал кредитов по 312-П

ЦБ снижает дисконты по залогам

Новая схема фондирования от ЦБ РФ: адресное решение проблем с ликвидностью

Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

Банковский сектор

Валюта и рубли уходят со счетов корпоративных клиентов

Чистый спрос населения на валюту в мае вновь усилился

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843
Карина Клебенкова		(+7 495) 721-9983

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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.