

Пульс рынка

- **Доходности UST преодолели 2-летние максимумы.** Опасения вокруг Сирии поутихли, и после выхода очередной порции сильных макроданных по США на первый план вновь вышла тема сворачивания QE. Значение индекса ISM по несельскохозяйственному сектору (отражающего уровень деловой активности, динамику новых заказов, безработицу) в августе оказалось на 7-летнем максимуме (58,6, заметно выше консенсус-прогноза), свидетельствуя о заметном ускорении экономики, которое соответствует темпу роста ВВП в 3 кв. до 4% (с 2,5% во 2 кв.). Улучшение ситуации произошло, главным образом, за счет внутреннего спроса (рост объема экспортных заказов оказался не столь существенным). Заметное повышение значения компоненты индекса, отражающей занятость, указывает на увеличение рабочих мест (payrolls) в несельскохозяйственных отраслях в августе выше ожиданий. В случае подтверждения этих данных сегодняшним отчетом по рынку труда за прошлый месяц, начало сворачивание QE3, видимо, будет неизбежным, и его темп может оказаться не столь умеренным, как предполагалось ранее. Повышение доходностей 2-летних UST с начала недели на 10 б.п. до YTM 0,52% отражает ожидание рынком повышения ключевой ставки ФРС на 25 б.п. уже в начале следующего года (на последнем заседании FOMC повышения ставок в 2014 г. не планировалось). Доходности 10-летних UST подскочили вчера на 11 б.п. до YTM 3,0%, что соответствует реальной доходности 100 б.п. (кстати говоря, исходя из сравнения этого показателя с темпом роста ВВП, потенциал повышения еще сохраняется). Таким образом, наши ожидания по динамике базовых активов (см. комментарий "Новая старая реальность без QE" от 6 июня 2013 г.) полностью реализовались. Сегодня мы ожидаем рост доходностей суверенных бондов РФ и ОФЗ, которые вчера продемонстрировали лишь умеренное снижение цен.
- **ЦБ против "арифметики" в потребкредитовании.** С начала 2014 г. регулятор намерен резко повысить коэффициенты риска по потребкредитам с высокой процентной ставкой (с 2,0х до 6,0х при ставке более 60% годовых). По-видимому, вступившие в силу 1 июля этого года повышенные коэффициенты риска по необеспеченным кредитам физлицам, по мнению ЦБ, не привели к ожидаемому замедлению сегмента. Банки продолжают активно развивать потребительское кредитование как одно из самых приоритетных, несмотря на продолжающийся рост просрочки. Наиболее заметно кредитные риски проявились в сегменте кредитных карт (так, показатель NPL 90+ у некоторых участников рынка уже превышает 20% при средней ставке 30-40% годовых). Готовность банков выдавать потребкредиты даже в условиях ухудшения их качества обусловлена высокой чистой процентной маржой, которая пока покрывает риски. Так для обеспечения прибыльности (в предположении, что каждый 10-й заемщик окажется неплатежеспособным) достаточно установить ставку на уровне 25-30% (в зависимости от уровня административных расходов). Увеличение частоты дефолтов регулируется пропорциональным увеличением ставки. Установлением запретительно высоких RWA по кредитам с высокими ставками, регулятор по сути пресекает такой чисто арифметический подход, ведущий на самом деле к накоплению кредитного риска, и стимулирует банки более детально оценивать кредитоспособность клиентов. По нашему мнению, эта мера ударит, прежде всего, по розничным банкам, специализирующимся на кредитах с высокой процентной ставкой (например, ТКС Банк).
- **Минфин не изменит параметры бюджета на 2013 г., несмотря на снижение прогнозов МЭР.** Вчера А. Силуанов заявил, что корректировка на этот год предусмотрена, но она коснется "внутреннего перераспределения". Уровень бюджетных доходов и расходов (их пересмотра следовало бы ожидать на фоне ухудшения экономического прогноза МЭР на 2013-2016 гг.) останется прежним, равно как и итоговый дефицит федерального бюджета: 0,8% ВВП (в предыдущей редакции). Тем не менее, опасность может исходить от недопоступления федеральных нефтегазовых доходов: по данным за 7М 2013 г. они выросли только на 5,1% против заложенных в плане 8,4%, а снижение МЭР прогноза по росту ВВП с 2,4% до 1,8% на этот год лишь усиливает данные риски. Как следствие, повышается потребность Минфина в заимствованиях, на фоне чего недавние заявления министерства об отсутствии сокращения плана по ОФЗ и евробондам в 2013 г. выглядят закономерно.

Темы выпуска

- **Банк Санкт-Петербург: валюта поддержала прибыльность**
- **Металлоинвест: цены помогли**

Банк Санкт-Петербург: валюта поддержала прибыльность

Допэмиссия восполнит достаточность капитала

Банк Санкт-Петербург (Moody's: Ba3), 14-й по размеру активов российский банк на 1 июля 2013 г., по данным Интерфакса, представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Качество кредитного портфеля не претерпело существенных изменений. Несмотря на негативную конъюнктуру на финансовых рынках, банку удалось увеличить совокупный доход на 34% кв./кв. до 1,1 млрд руб. (что соответствует возврату на капитал по этому показателю на уровне 10,7%). Однако из-за опережающего роста кредитного портфеля (+5,1% во 2 кв., +9,2% в 1П 2013 г.), а также дивидендов в размере 870 млн руб. достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 снизилась на 0,57 п.п. до 9,33%.

В ходе доэмиссии в конце августа банк привлек средства в уставный капитал 3,02 млрд руб., что несколько ниже первоначально планируемых 4,51 млрд руб. По нашим оценкам, это позволит увеличить достаточность капитала 1-го уровня (показатель Н 1.2) на 79 б.п. до 8,44% (по РСБУ на 1 августа 2013 г.), что является комфортным уровнем для универсальных банков (для сравнения, этот показатель у Сбербанка составил 7,79%).

Ключевые финансовые показатели Банка Санкт-Петербург

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Активы, в т.ч.	374,2	348,9	+7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	269,2	256,1	+5%
розничные	30,8	26,5	+16%
корпоративные	238,3	229,6	+4%
NPL 1+/Кредитный портфель	4,9%	5,4%	-0,5 п.п.
Собственный капитал	41,4	41,1	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,3%	13,7%	-0,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	23,7	21,4	+11%
Депозиты клиентов	163,3	157,1	+4%
ROAE	9,9%	10,8%	-0,9 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	3,2	3,0	+6%
Чистый комиссионный доход	0,6	0,6	+6%
Чистая прибыль	0,9	1,1	-14%
Чистая процентная маржа	3,7	3,7%	+0,03 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Опережающий рынок рост розничного кредитования...

Во 2 кв. розничный сегмент рос опережающими темпами (+16,6% до 30,85 млрд руб.), на его долю приходится 11,5% всего портфеля. Корпоративный сегмент продемонстрировал более скромное увеличение (+3,8% до 238,3 млрд руб.), при этом основной вклад в рост внесли кредиты предприятиям, "источником финансирования которых являются бюджетные средства". Отметим, что по динамике корпоративного портфеля (+6,5%) в 1П 2013 г. банк отстает от рынка (+7,6%), а в рознице (+35,7%) - опережает его (+13,7%).

... без заметного ухудшения качества

Просроченные кредиты в отношении к портфелю во 2 кв. снизились на 0,5 п.п. до 4,95%, при этом за счет произведенных списаний/продаж просрочка в абсолютном выражении также сократилась на 0,5 млрд руб. до 13,3 млрд руб. Наибольшая концентрация плохих кредитов отмечается в корпоративном сегменте (просрочка составляет 5,2% против 3,4% - в рознице). Показатель NPL 90+ по потребительским кредитам VIP клиентам (по ним наблюдается максимальная просрочка в розничном сегменте банка) составил 8,3% (против 7,9% в начала года).

Покрытие резервами NPL 90+ в рознице составило 80% (для полного покрытия требуется увеличение резервов всего на 158 млн руб.). В корпоративном сегменте резервы покрывают показатель NPL 90+ на 210%, как следствие, несущественное ухудшение его качества не окажет давления на прибыльность. Менеджмент банка считает розничный сегмент (который в основном представлен ипотечными кредитами) наименее рисковым, тогда как в условиях

Навес предложения новых облигаций

замедляющейся экономики кредитные риски могут реализоваться в большей степени в корпоративном кредитовании.

Притока клиентских средств в размере 10,4 млрд руб. вместе с привлеченными МБК на сумму 12 млрд руб. оказалось достаточно для финансирования кредитования (+13 млрд руб.). Рублевая ликвидность, привлеченная на МБК, была размещена на рынке валютных свопов (объем валютных производных инструментов увеличился на 9,5 млрд руб.). Ликвидная позиция банка не является избыточной. В следующие 12 месяцев после отчетной даты предстоит погасить БО-2,4 номиналом 8 млрд руб. и пройти через оферту по БО-8 номиналом 5 млрд руб.

Переоценка иностранной валюты увеличила совокупный доход

Чистый процентный и комиссионные доходы, а также отчисления в резервы под обесценение кредитов увеличились пропорционально кредитованию (+5,9%). Чистая процентная маржа осталась на уровне 3,7%. Убыток, полученный по ценным бумагам (объем торгового и инвестиционного портфелей составляет 57 млрд руб.), а также по операциям с иностранной валютой был с лихвой компенсирован переоценкой иностранной валюты, что и позволило увеличить совокупный доход.

В настоящий момент в маркетинге находится выпуск годовых БО-9 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 8,4%-8,9% годовых, что соответствует YTP 8,58%-9,10% (=ОФЗ + 258-310 б.п.). Мы оцениваем справедливую доходность маркируемых БО-9 на уровне YTP 8,75%, что соответствует середине ориентира. На рынке евробондов мы по-прежнему считаем недооцененным субординированный выпуск STPETE 18, который котируется с премией 85 б.п. к суборду PSB 18, ее наличие, на наш взгляд, не оправдано имеющимися различиями в кредитном качестве двух банков (в частности, Банк Санкт-Петербург имеет больший запас капитала 1-го уровня).

Металлоинвест: цены помогли**Позитивная динамика цен на железную руду поддержала результаты**

Металлоинвест (BB-/Ba2/BB-), один из крупнейших мировых производителей железной руды и ГБЖ (горячебрикетированного железа), опубликовал неплохие финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2013 г. (напомним, что по итогам 1 кв. 2013 г. компания впервые представила выборочные показатели по МСФО). Они отражают, прежде всего, сохранение позитивной динамики цен на железную руду второй квартал подряд (в среднем за 1П 2013 г. они выросли на 16% п./п.).

Во 2 кв. 2013 г. компания продолжила сокращать долг и оптимизировать его структуру. Был размещен евробонд METINR 20 номиналом 1 млрд долл., за счет чего был досрочно погашен синдицированный кредит. Риски рефинансирования до конца 2014 г. остаются низкими. Краткосрочная часть долга составляет лишь 5% от общего объема задолженности и полностью покрывается накопленными денежными средствами. Пик погашений приходится на 2015 г. (2,7 млрд долл.), и не исключено, что для его сглаживания компания может выйти на долговой рынок (в частности, у компании зарегистрирована программа биржевых облигаций на 100 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

в млн долл., если не указано иное	1П 2013	1П 2012	изм.	2П 2012	изм.
Выручка	3 807	4 458	-15%	3 737	+2%
Валовая прибыль	1 815	2 355	-23%	1 691	+7%
Валовая рентабельность	47,7%	52,8%	-5,1 п.п.	45,3%	+2,4 п.п.
ЕБИТДА	1 230	1 642	-25%	911	+35%
Рентабельность по ЕБИТДА	32,3%	36,8%	-4,5 п.п.	24,4%	+7,9 п.п.
Чистая прибыль	621	1 312	-53%	412	+51%
Операционный поток	706	1 100	-36%	748	-6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-433	-2 622	-83%	2 570	н/а
Капвложения*	-260	-233	+12%	-270	-4%
Финансовый поток	-326	617	н/а	-3 111	+9,5x

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 971	6 200	-4%	6 471	-8%
Краткосрочный долг	325	310	+5%	338	-4%
Долгосрочный долг	5 646	5 890	-4%	6 133	-8%
Чистый долг	5 591	5 949	-6%	6 002	-7%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	2,61x	2,54x		2,35x	

* Капвложения включают затраты на оценку и разведку Удоканского месторождения (отражаемые в отдельной статье)

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы производства и продаж снизились За счет календарного эффекта и проведения ремонтных работ на мощностях производство железной руды снизилось за 1П 2013 г. на 3,5% п./п. (при этом во 2 кв. был отмечен рост на 2,1% относительно 1 кв. 2013 г.), стали - на 14,3% п./п. (из-за вывод из эксплуатации мартеновской печи), тогда как выпуск чугуна увеличился 10%. Производство окатышей осталось стабильным. Рост производства ГБЖ/ПВЖ и на 8% был связан с завершением капремонта и модернизации мощностей на Лебединском ГОКе.

Совокупный объем отгрузок снизился на 6,3% п./п. (прежде всего, продажи железной руды, окатышей и стали). При этом значительно увеличилась доля поставок руды и окатышей на внутренний рынок и СНГ - с 51% до 60% - благодаря заключению долгосрочных контрактов с Северсталью и ММК. Доля поставок в Китай в связи с этим сократилась с 20% до 11%. Также были перераспределены отгрузки между Европой (доля снизилась с 20% до 17%) и Юго-Восточной Азией (доля увеличилась с 6% до 11%).

Металлургический сегмент стал убыточным

Тем не менее, благодаря позитивной динамике цен на железную руду компания смогла продемонстрировать рост выручки в 1П 2013 г. на 2% п./п. Рентабельность по ЕБИТДА достигла 32,3%. Улучшение рентабельности произошло на фоне снижения себестоимости (-3% п./п., с учетом меньших объемов продаж), а также сокращения коммерческих расходов (-4% п./п. из-за увеличения поставок на внутренний рынок), а также общехозяйственных и административных расходов (-10% п./п.). При этом, однако, металлургический сегмент стал убыточным на уровне ЕБИТДА (-8 млн долл.).

В 3 кв. 2013 г. цены на железную руду пока немного ниже средних показателей 1П 2013 г. (132 долл./т CFR Китай против 137 долл./т). Однако с начала августа наметился их рост (на данный момент - 137 долл./т).

Операционный поток достаточен для осуществления капвложений

Капвложения с учетом расходов на оценку и разведку Удоканского месторождения снизились на 4% п./п. (до 260 млн долл.) и были полностью покрыты операционным денежным потоком. Дополнительным источником средств стали дивиденды по пакету акций Норильского Никеля (90 млн долл.). Напомним, что план капитальных вложений на 2013 г. составляет 500-550 млн долл. (без учета Удоканского проекта). Ключевыми инвестиционными проектами на ближайшие 3 года остаются строительство фабрики окомкования №3 на Михайловском ГОКе и завода по выпуску ГБЖ на Лебединском ГОКе. По Удоканскому проекту капвложения в 2013 г. - 2014 г. могут составить еще до 150 млн долл. в год.

Евробонды переоценены

С середины июля евробонды эмитента демонстрировали динамику, опережающую рынок, дисконт к Евразу увеличился со 120 б.п. до 165 б.п., при этом спред к кривой выпусков ВымпелКома/Северстали сократился почти до нуля. Мы считаем, что бумаги METINR 20 (YTM 6,9%) перекуплены и рекомендуем им продавать, считая лучшей им альтернативой в сегменте "BB" более короткий выпуск NORDLI 18 (YTM 8,4%). Рублевые выпуски эмитента, предлагающие YTP 8,2% @ март 2015 г. (=ОФЗ + 200 б.п.) и YTP 9,0% @ февраль 2018 г. (=ОФЗ + 210 б.п.), соответствуют рынку.

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 Кенякин		(+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.