

Пульс рынка

- ▶ **Рынки сохраняют позитивный настрой, несмотря на угрозы Moody's.** Аппетит на рискованные активы остается повышенным в ожидании запуска QE3 по итогам начинающегося сегодня 2-дневного заседания FOMC, а также новостей из Германии (потенциальной ратификации ESM). Доходности 10-летних UST поднялись до YTM 1,72%, доллар продолжил дешеветь (евро достиг отметки 1,288 долл.). Инвесторы проигнорировали предупреждение со стороны агентства Moody's о возможном понижении наивысшего рейтинга США в случае, если не будет сокращен бюджетный дефицит в 2013 г., что обостряет противостояние между республиканцами и демократами по вопросу "fiscal cliff".
- ▶ **К плану Минфин добавил 15-летние ОФЗ с премией.** На сегодняшнем аукционе помимо 7-летнего выпуска ОФЗ 26208, который был предусмотрен первоначальным планом в объеме 20 млрд руб., Минфин предложит 15-летние ОФЗ 26207 на сумму 10 млрд руб. Объявленные ориентиры YTM 7,63-7,68% и YTM 8,13-8,18% для 7-летних и 15-летних ОФЗ, соответственно, предполагают некоторую премию (3 б.п. по верхней границе) к рынку лишь по самым длинным бумагам. Учитывая относительно спокойный внешний фон (по крайней мере, до объявления решения конституционного суда Германии), который способствует укреплению рубля и поддерживает котировки нефти на высоком уровне (114 долл./барр.), мы ожидаем заметный спрос на ОФЗ, в том числе благодаря предложенной премии по 15-летним бумагам, и рекомендуем участвовать в размещении длинного выпуска по верхней границе, которая соответствует цене 101,104%. Однако стоит отметить, что ограничить интерес могут два важных события (решение суда сегодня и итог заседания FOMC завтра), в преддверии которых некоторые инвесторы могут занять выжидательную позицию.
- ▶ **НЛМК поставил "локальный" рекорд по дюрации.** В результате сбора книги заявок эмитент принял решение разместить НЛМК-7 к оферте через 2,5 года (вероятно, достаточного спроса на 3-летние бумаги не нашлось), при этом ставка купона была установлена на уровне 8,5% годовых (YTP 8,68%), что соответствует нижней границе первоначального ориентира. Спред к кривой ОФЗ составил 160-170 б.п., что ниже, чем у недавно размещенных 2-летних НЛМК БО-4. Мы считаем бумаги НЛМК-7 неинтересными для покупки. Индикатором спроса на 3-летние бумаги станут результаты сбора заявок по выпуску МОЭСК БО-1 номиналом 5 млрд руб. (по плану 19 сентября).
- ▶ **ГПБ (ВВВ-/Ваа3/-) готовит рублевый евробонд.** Как мы и ожидали, после недолгого затишья ГПБ вновь активизировался на первичном рынке: сейчас проходит маркетинг рублевых евробондов. В нашем комментарии от 11 сентября к отчетности банка за 1П 2012 г. мы отмечали образовавшийся дефицит (в объеме ~150 млрд руб.) ликвидности вследствие агрессивного роста кредитов во 2 кв. (+17,7%), который был профинансирован, преимущественно, за счет госсредств (депозитов ВЭБа, ЦБ РФ и РЕПО ЦБ). Таким образом, ГПБ продолжит регулярно выходить на публичный рынок капитала, что ограничит потенциал для сужения спреда (150-160 б.п.) бумаг эмитента к бондам Сбербанка и/или ВЭБа. На рынке рублевых евробондов сейчас можно привлечь более длинные средства и дешевле, чем на локальном рынке облигаций, что обусловлено, в том числе, инфраструктурными барьерами.

Темы выпуска

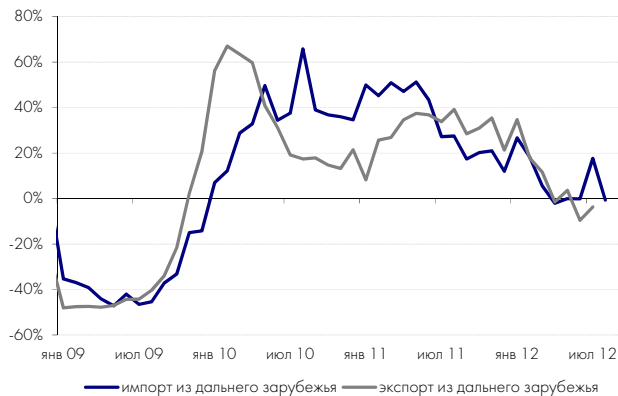
- ▶ **Внешняя торговля: без сюрпризов**
 - ▶ **ТКС Банк: рост "просрочки" бросает тень на хорошие результаты**
 - ▶ **Соллерс: улучшения продолжаются**
-

Внешняя торговля: без сюрпризов

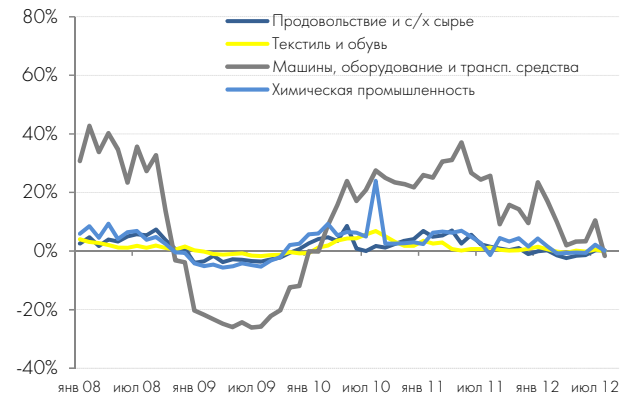
Снижение экспорта в рамках ожиданий, динамика импорта остается сдержанной

Вчера ФТС и ЦБ опубликовали данные о состоянии внешней торговли в июле и об импорте из стран дальнего зарубежья в августе 2012 г. По итогам июля экспорт сократился на 3,2% г./г. до 40,6 млрд долл., импорт вырос на 7,9% г./г. до 29,6 млрд долл. после падения месяцем ранее на 3,3% г./г. Наблюдаемое в последние месяцы снижение экспорта не выходит за рамки наших ожиданий, в то время как динамика импорта остается сдержанной, позволяя профициту торгового баланса оставаться достаточным для обеспечения стабильности позиций национальной валюты.

Динамика экспорта и импорта из дальнего зарубежья, 2009-2012 гг., г./г.



Вклад отдельных категорий в общий прирост импорта из дальнего зарубежья, п.п.



Источник: ФТС, расчеты Райффайзенбанка

Серьезной угрозы от снижения инвестиционного импорта пока не прослеживается

Показатели экспортной выручки в ближайшие месяцы могут продемонстрировать постепенное восстановление, отыгрывая, главным образом, улучшение динамики нефтяных котировок (почти 116 долл./барр. (Brent) против средней 102 долл./барр. в июле). Между тем, основным источником неопределенности в оставшиеся месяцы года остается динамика импорта. Статистика ФТС об импорте из стран дальнего зарубежья, который формирует львиную долю итогового индекса, свидетельствует о заметном его сокращении в августе 2012 г. - на 0,8% м./м. и на 1% г./г. до 24,5 млрд долл. Не исключено, что более скромные темпы роста импорта в некоторой степени могут служить отражением сокращения внутреннего инвестиционного спроса вслед за наблюдаемым ослаблением производственной активности.

Наибольший вклад в замедление темпов роста импорта в последнее время вносило ухудшение динамики импорта машин и оборудования, а также транспортных средств, то есть основных инвестиционных товаров. Однако воздействие данного фактора не стоит переоценивать, в частности, значительную роль в ухудшении показателей импорта в августе в большей степени сыграло сравнение с высокой базой прошлого года, когда всплеск импорта носил разовый характер.

Эффект от вступления России в ВТО долгосрочный, и в ближайшие месяцы, скорее всего, заметного влияния на импорт не окажет

Поскольку динамика потребительской активности пока не подает тревожных сигналов, основным объектом внимания с точки зрения воздействия на динамику импортируемых товаров, в ближайшее время, скорее всего, будет вступление России в ВТО (формально с 22 августа 2012 г.). Однако необходимо отметить, что в процессе подготовки к нему Россия фактически уже осуществила ряд существенных мер по либерализации торговых условий в рамках этого соглашения, оттого какого-либо выраженного эффекта на импорт от этого фактора в ближайшие месяцы мы не ожидаем. Последствия вступления России в ВТО, как мы полагаем, проявятся лишь по прошествии нескольких лет.

ТКС Банк: рост просрочки бросает тень на хорошие результаты

Карточный бум продолжается

ТКС Банк (-/B2/B), динамично развивающийся розничный банк, представил финансовую отчетность по МСФО за 1П 2012 г., которую мы в целом оцениваем позитивно. Кредитный портфель, состоящий практически полностью из кредитных карт, увеличился на 57% до 1 113 млн долл., заметно опередив среднерыночную динамику. По данным ЦБ, розничные кредиты российских банков в 1П 2012 г. выросли на 18,4%. По нашим оценкам, чистая процентная маржа ТКС Банка в 1П 2012 г. составила 39,5%, что на 4 п.п. ниже, чем в 2011 г., но остается рекордно высокой среди банков РФ (публикующих отчетность по МСФО). Показатель NPL 90+ незначительно вырос с 3,7% в 2011 г. до 3,9%, и появились некоторые другие признаки ухудшения качества портфеля. Агрессивный рост по-прежнему не оказывает заметного давления на уровень достаточности капитала (отношение Капитал/Активы выросло с 12,8% до 15,4% за 1П 2012 г., а Н1 превышал 14%), что обусловлено высокой прибыльностью банка.

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.	30 июня 2012	30 июня 2011	изм.
Кредиты клиентам до резервов	1 113	710	+57%	1 113	593	+1,9x
Резервы под обесценение	75	46	+63%	75	37	+2,0x
Активы	1 297	915	+42%	1 297	717	+1,8x
NPL/Кредитный портфель	3,9%	3,7%	+0,2 п.п.	3,9%	2,8%	+1,1 п.п.
Собственный капитал	199	117	+70%	199	81	+2,5x
Выпущенные долговые бумаги	477	413	+15%	477	374	+1,3x
Депозиты	546	342	+60%	546	221	+2,5x
Капитал/Активы	15,3%	12,9%	+2,4 п.п.	15,3%	11,3%	+4 п.п.

В млн долл., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	208	99	+2,1x
Чистая прибыль	52	18	+2,9x
Чистая процентная маржа	39,5%	38,8%	+0,7 п.п.
ROAE	66%	37%	+29 п.п.

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Банк продолжил наращивать рыночную долю

За отчетный период объем выданных карточных кредитов увеличился на 403 млн долл. (~13 млрд руб.), при этом, судя по опережающим рынок темпам роста кредитования, ТКС продолжил наращивать долю в сегменте карточных кредитов (на конец 2011 г. она составляла 6%). Напомним, что ТКС Банк привлекает основную часть клиентов (50-70% от общего прироста) посредством почтовой рассылки кредитных карт после предварительной оценки кредитного риска потенциального заемщика. Вторым каналом привлечения является Интернет (через сайт банка и контекстную рекламу). Принимая во внимание динамику 1П 2012 г., план по росту портфеля на 98% по итогам всего года, скорее всего, будет превышен.

Появились некоторые признаки ухудшения качества кредитов

Несмотря на быстрый рост портфеля, кредитный риск удается сохранять на низком уровне, о чем свидетельствует как стабильное отношение показателя NPL к размеру портфеля, так и невысокий объем списаний (который составил 6,8 млн долл., в 1П 2011 г. - 7,3 млн долл.). Отношение суммы NPL и продаж/списаний кредитов (в годовом выражении) к размеру портфеля сократилось с 6,1% до 5,4%. Объем реструктурированных кредитов выросли всего лишь на 8% до 14 млн долл. (~1,2% портфеля).

В то же время появились некоторые признаки ухудшения качества кредитов: размер просроченной задолженности почти удвоился с 58 млн долл. в 2011 г. (~8% портфеля) до 114 млн долл. (~10% портфеля), при этом основное увеличение просрочки произошло в сегменте 1-90 дней с 32,4 млн долл. до 70,6 млн долл. На этом фоне норма резервирования (6,6% портфеля), покрывающая показатель NPL 90+ на 173%, не выглядит избыточной.

Кредитование было профинансировано в основном депозитами

Прирост кредитования (+403 млн долл.) заметно опередил динамику обязательств банка (+300 млн долл.): разрыв был покрыт увеличением капитала(+82 млн долл.) и использованием денежных средств (-6,7 млн долл. до 156,5 млн долл.). Основной вклад в увеличение обязательств внесли депозиты физлиц (+204 млн долл.), в то время как привлечение ликвидности из оптовых источников (выпуск годовых БО-4 номиналом 1,5 млрд руб.) оказалось скромнее (+64 млн долл.). Отношение Кредиты/Клиентские средства снизилось с 1,84x до 1,78x, что указывает на в целом сбалансированный рост кредитования. Помимо накопленной прибыли, которая в 1П 2012 г. составила 52 млн долл., вклад в увеличение капитала внесла допэмиссия акций в мае на сумму 37,5 млн долл. в пользу фонда Baring Vostok.

Столь быстрый темп кредитования (+88% г./г.) опережает возврат на капитал (ROAE - 66%), создавая в среднесрочной перспективе давление на достаточность капитала и потребность время от времени производить допэмиссию акций.

ТКС в лидерах рынка по прибыльности

В части прибыльности показатели ТКС Банка выглядят лучше большинства розничных банков. Так, его чистая процентная маржа составляет 39,5%, тогда как у БРС и ХКФБ - 18,7% и 20%, соответственно. Даже после создания резервов чистая процентная маржа ТКС превышает 32%. Сокращение маржи по сравнению со 2П 2011 г., по-видимому, связано с опережающим ростом стоимости фондирования (из-за повышения доли депозитов в структуре обязательств). Отметим, что расходы на привлечение заемщиков, а также административные и прочие операционные расходы растут темпами почти в два раза ниже чистого процентного дохода, что является преимуществом виртуальной бизнес-модели банка.

Высокая подушка ликвидности

Запас денежных средств и их эквивалентов, составивший на отчетную дату 156,5 млн долл., полностью покрывает краткосрочные долговые обязательства. В следующие 12 месяцев банку предстоит пройти оферту по выпуску БО-4 номиналом 1,5 млрд руб. в апреле 2013 г.

ТКС вышел в маркетинг с 3-летними евробондами

Агрессивные темпы кредитования создают потребность в быстром привлечении значительного объема длинного фондирования, которую проще всего удовлетворять с помощью оптовых источников. Банк, скорее всего, будет использовать любую возможность для выхода на первичный рынок. Так, вчера начался маркетинг 3-летних евробондов на сумму 200 млн долл., размещение которых, по нашим оценкам, может пройти по доходности 10,5-11% годовых. Высокая процентная маржа позволяет эмитенту предоставлять премию к рынку.

Облигации эмитента интересны для покупки

В сегменте облигаций эмитентов с близким набором кредитных рейтингов бумаги ТКС Банка по-прежнему предлагают наибольшую доходность. В частности, доходность ТКС БО-3 составляет YTM14,2% @ февраль 2014 г., а ТКС БО-2 предлагает YTM14,6% @ ноябрь 2013 г. Мы считаем, что в сегменте высокодоходных облигаций бумаги ТКС Банка интересны с точки зрения соотношения риска и доходности, и рекомендуем их к покупке. Премия, которую имеют бумаги эмитента к рынку (облигаций банков с близким кредитным рейтингом), обусловлена его взрывным ростом, который предполагает относительно частый выход на "первичку", а также отсутствием бумаг в списке РЕПО ЦБ.

Соллерс: улучшения продолжаются

Позитивные результаты за 1П 2012 г.

В начале этой недели Соллерс опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1П 2012 г., которую мы оцениваем позитивно: тенденция к улучшению операционных показателей и снижению долговой нагрузки сохраняется. Рентабельность по EBITDA достигла 12,7%. Чистый долг/EBITDA опустился до 1,62x.

Компания продолжает развивать совместные проекты с крупнейшими мировыми автопроизводителями на паритетных условиях (50%/50%) с отражением инвестиций по equity методу: в активах они отнесены на "инвестиции в совместные предприятия", а в отчете о прибылях и убытках - как "доходы от участия в связанных компаниях и СП" (в размере 50% от чистой прибыли СП). Финансирование СП с Ford, Mazda и Toyota планируется в основном за счет заемных средств (без права обращения взыскания на компанию), соответственно, привлечение долга на СП не увеличивает долговую нагрузку Соллерс. До конца 2012 г. на аналогичную схему СП планируется перейти с ISUZU (для этого осуществлена продажа 16% акций ЗАО Соллерс-Исузу). Таким образом, собственные бренды компании будут включать в себя только УАЗ и SsangYong.

Ключевые финансовые показатели Соллерс

В млн руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.	1П 2011	изм.
Выручка	30 967	37 981	-18%	31 550	-2%
Валовая прибыль	6 611	6 408	+3%	5 804	+14%
Валовая рентабельность	21,3%	16,9%	+4,4 п.п.	18,4%	+2,9 п.п.
ЕБИТДА	3 933	3 308	+19%	2 862	+37%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,7%	8,7%	+4 п.п.	9,1%	+3,6 п.п.
Чистая прибыль	2 609	3 197	-18%	897	+2,9x
Операционный поток	1 778	5 158	-65%	-1 141	н/а
Инвестиционный поток, в т.ч.	56	3 998	-71x	-112	н/а
Капвложения	-342	-654	-48%	-494	-31%
Финансовый поток	-2 197	-9 995	-78%	1 960	н/а

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	14 353	16 834	-15%
Краткосрочный долг	8 258	10 983	-25%
Долгосрочный долг	6 095	5 851	+4%
Чистый долг	11 759	13 877	-15%
Чистый долг/LTM EBITDA	1,62x	2,21x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки во многом связано с прекращением реализации FIAT

Снижение выручки от реализации автомобилей п./п. преимущественно связано с прекращением сотрудничества с FIAT с 2012 г. (в 2011 г. продажи а/м этой марки составили 28,3 тыс. шт.). Некоторое сокращение реализации а/м УАЗ (-10% п./п.), на наш взгляд, может объясняться как в целом сезонностью автомобильного рынка, так и графиком поставок по госзаказу. По сравнению с 1П 2011 г. продажи УАЗ продемонстрировали рост на 14%. Положительная динамика сохраняется по а/м SsangYong: +9,5% п./п. и +63% г./г. При этом продажи этой марки растут опережающими рынок темпами.

По данным АЕВ, за 1П 2012 г. продажи автомобилей в России увеличились на 14% г./г. до 1,4 млн штук, показывая определенное замедление (за весь 2011 г. темп роста рынка составил 39%). По сравнению со 2П 2011 г. продажи остались на том же уровне.

Рентабельность по ЕБИТДА достигла рекордного за 5 лет уровня

Компания продемонстрировала опережающее выручку снижение себестоимости (-22% п./п.), что отразилось в заметном улучшении прибыльности: Соллерс удалось повысить рентабельность по ЕБИТДА до максимального с 2007 г. уровня - 12,7%.

Соллерс продолжает снижать долговую нагрузку

Значительное сокращение операционного денежного потока п./п. связано, скорее, с эффектом высокой базы 2П 2011 г., когда благодаря разовому высвобождению средств из оборотного капитала (сокращение запасов в связи с прекращением сотрудничества с FIAT) он достиг 5,2 млрд руб. Также на этот показатель повлияло погашение задолженности по налогам (скорее всего, по НДС), которая возникла во 2П 2011 г.

Как и ожидалось, компания продолжает снижать капвложения. За 1П 2012 г. они составили всего 342 млн руб. Положительный свободный денежный поток позволяет Соллерс постепенно снижать уровень долговой нагрузки: за 1П 2012 г. компания погасила задолженность на 2,4 млрд руб. По состоянию на 30 июня 2012 г. долговая нагрузка находится на комфортном уровне - 1,62x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА. Уже после отчетной даты компания досрочно погасила кредит от ВЭБа на 1,35 млрд руб., частично рефинансировав его средствами Гаранти Банка (0,47 млрд руб.).

В настоящее время у Соллерса в обращении находятся 2 выпуска облигаций - Соллерс-2 @ июль 2013 г. (в списке РЕПО ЦБ и в А1) и Соллерс, БО-2 @ май 2013 г. (в А1). Выпуски не отличаются высокой торговой ликвидностью. Последние сделки по ним проходили на уровне УТМ 10%.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию по осени считают

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.