

27 октября 2011 г.

Пульс рынка

- ▶ Европе все-таки удалось избежать крушения - была достигнута договоренность с частными инвесторами о "добровольном" списании 50% долга Греции, что эквивалентно 100 млрд евро. Также было утверждено выделение ей транша в размере 8 млрд евро, несмотря на то, что страна не может выполнить бюджетные ограничения, и ее уровень долга превысит 170% от ВВП в 2013 г. Детали помощи остальным странам еврозоны еще находятся в стадии согласования и будут озвучены на саммите в Каннах на следующей неделе. В частности, обсуждаются механизмы увеличения объема инвестирования фонда EFSF (до 1,4 трлн евро) за счет использования финансового рычага (4:1). Кстати говоря, Китай заявил о готовности вложить свои средства в фонд помощи Европе. Евро продолжил укрепляться, вплотную приблизившись к отметке 1,4 долл. Невнятные новости из Европы несколько компенсировала макростатистика по США, которая оказалась неожиданно позитивной: рост заказов на товары длительного пользования (за исключением транспорта) и заявок на получения ипотечных кредитов превзошел консенсус-прогноз. Индексы акций торгуются со слабым ростом - поводов для покупок по-прежнему нет.
- ▶ Спрос на аукционе ОФЗ 25079, предложенных в объеме 10 млрд руб., оказался высоким, превысив номинал в 1,5 раза, при этом доходность по цене отсечения составила YTM7,95% (по верхней границе объявленного ориентира). Успешное размещение в условиях сохраняющегося дефицита длинной рублевой ликвидности в банковской системе (на наличие которого указывает, в частности, рекордный объем РЕПО с ЦБ) свидетельствует, по нашему мнению, о том, что ликвидность распределена крайне неравномерно даже среди крупных банков. В то же время предложенная доходность обеспечивает высокую маржу (270 б.п.) над ставками РЕПО ЦБ. Недавнее расширение лимитов этого источника рефинансирования ЦБ увеличивает уверенность участников рынка. Высокие цены на нефть и укрепление рубля формирует благоприятный фон, который способствует спросу на качественные рублевые облигации. В частности, 3-летний выпуск ФСК-15 (техническое размещение сегодня) котируется на форвардном рынке выше номинала.
- ▶ Судя по последним размещениям, первичный рынок рублевых облигаций открылся для качественных эмитентов первого-второго эшелонов. При этом спрос на выпуски инвестиционной категории присутствует даже при относительно высокой дюрации 2-3,5 года. Вчера начался маркетинг выпуска г. Краснодар (Moody's: Ba2) номиналом 1,1 млрд руб. с амортизацией. Ориентир по ставке купона - 9,0-9,75% годовых, что соответствует YTM9,20- 9,99% к погашению в 2015 г. (дюрация ~2 года). Мы считаем предложенный диапазон интересным даже по нижней границе, учитывая спред 195-275 б.п. к кривой ОФЗ и потенциальное включение бумаг в список РЕПО ЦБ и котируемый список А1.
- ▶ В среду корсчета и депозиты сократились лишь на 8,3 млрд руб. до 890,3 млрд руб., тогда как отток ликвидности должен был составить не менее 30 млрд руб. (расчеты с Минфином за вычетом погашения РЕПО с ЦБ и покупки ОФЗ). Это означает, что основные отчисления по налогу на прибыль (~190 млрд руб.) пройдут сегодня, что может стать причиной оттока ликвидности. При этом давление со стороны валютных интервенций сходит на нет: сегодня цена бивалютной корзины преодолела границу 35,7 руб., ниже которой, предположительно, продажи валюты ЦБ уже не осуществляются.
- ▶ Завтра ЦБ будет рассматривать вопрос о ставках. В условиях неустойчивой внешней конъюнктуры изменение текущих параметров монетарной политики пока видится нам маловероятным.

Темы выпуска:

- ▶ РСХБ нарастил портфель, но остался без прибыли
 - ▶ ЮТэйр: снижение высокой долговой нагрузки не ожидается
-

РСХБ нарастил портфель, но остался без прибыли

РСХБ (-/Baа1/BBB), 4-ый по величине активов российский банк, опубликовал несколько запоздалые финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Кредитный портфель вырос при снижении чистой процентной маржи и достаточности собственного капитала. По нашим оценкам, чистая процентная маржа снизилась на 1 п.п. до 5,7%.

Ключевые финансовые показатели РСХБ

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты клиентам (до резервов):	868 722	745 585	+16%
корпоративные	759 809	660 554	+15%
розничные	108 913	85 031	+28%
Резерв под обесценение	69 713	57 029	+22%
Средства клиентов	503 659	386 279	+30%
Кредиты/средства клиентов	1,7x	1,9x	-
Активы	1 072 725	930 800	+15%
Собственный капитал	117 762	117 598	0%

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изменение
Чистый процентный доход	26 274	23 551	+12%
Чистый комиссионный доход	1 755	1 262	+39%
Операционные доходы	13 742	11 669	+18%
Расходы/доходы	99%	98%	+1 п.п.
Чистая прибыль	11	163	-14,8x

Источник: отчетность РСХБ, оценки Райффайзенбанка

Рост кредитного портфеля сопровождался увеличением нормы резервирования

По темпам роста кредитного портфеля РСХБ опережает ТОП-20 крупнейших банков (по нашим оценкам, +16% против 6-7%). При этом наибольшее увеличение (на 28% до 109 млрд руб.) наблюдалось в розничном сегменте, доля которого достигла 12,5% от всего портфеля. К сожалению, в своей отчетности по МСФО банк не раскрывает размер просроченной задолженности. Согласно данным по РСБУ, просрочка на 1 июля 2011 г. составила 4,8%, что на 0,9 п.п. ниже, чем в начале года. В то же время норма резервирования по МСФО была увеличена с 7,6% в 2010 г. до 8,0%, или на 12,7 млрд руб. в абсолютном выражении.

Казначейский бизнес был сокращен

За отчетный период почти до нуля был снижен объем средств, размещаемых на рынке РЕПО (который составлял на начало года 15 млрд руб.). Кстати говоря, банк также уменьшил и объем привлечений на рынке МБК на 22 млрд руб. до 83 млрд руб. В то же время портфель ценных бумаг, имеющихся в наличии для продажи, был увеличен с 16 млрд руб. до 60 млрд руб. Скорее всего, во 2П 2011 г. по нему будет зафиксирована отрицательная переоценка.

Увеличение кредитного портфеля профинансировано остатками на счетах клиентов

Увеличение кредитного портфеля было профинансировано за счет средств клиентов, которые выросли на 30% до 503,6 млрд руб., а также оптовых источников ликвидности (облигации и субординированные депозиты), объем которых увеличился на 12% до 340 млрд руб. Средства клиентов имеют низкую диверсификацию: три крупнейших клиента занимают в их общем объеме порядка 36%. В целом на компании, контролируемые государством приходится 195 млрд руб., или 39% средств клиентов. Именно они обеспечили основной прирост (порядка 90%) этого источника фондирования в 1П 2011 г. Отсутствие детальной информации не позволяет нам сделать однозначный вывод о том, насколько высока зависимость от бюджетных средств. В марте и апреле были размещены рублевые еврооблигации на сумму 32 млрд руб. с погашением в 2016 г. В июне 2011 г. банк разместил субординированный выпуск евробондов RSHB21 номиналом 800 млн долл.

Отчисления в резервы и административные расходы "съели" всю прибыль

Снижение чистой процентной маржи было обусловлено более медленным увеличением процентных доходов (всего на 4% г./г. до 52 млрд руб.) в сравнении с динамикой прироста кредитного портфеля (+25% г./г.), при нулевом росте процентных расходов. Отчисления в резервы (12,7 млрд руб.) составили чуть менее половины чистых процентных доходов, что вместе с высокими административными расходами (13,6 млрд руб.) привело к минимальному уровню чистой прибыли (11 млн руб.). В связи с этим мы обращаем внимание на снижение достаточности собственного капитала: отношение Капитал/Активы сократилось с 12,6% до 11,0%.

Высокая ликвидная позиция

Размер денежных средств на балансе (84 млрд руб.) позволяет банку исполнить все обязательства по публичному долгу до конца 2012 г., в частности, погасить/ пройти через оферту по рублевым выпускам на сумму 45 млрд руб., а также по евробонду номиналом 150 млн швейцарский франков. В примечании к отчетности указано, что 58% всех денежных средств было размещено в одной российской банковской группе и в одном иностранном банке, имеющем рейтинг не ниже BBB (от S&P).

Интересны короткие бонды RSHB13, конвертированные в рубли

Среди обращающихся выпусков эмитента мы обращаем внимание на краткосрочные еврооблигации RSHB13, которые котируются в диапазоне YTM3,5-4,2%. Удержание этого выпуска до погашения в паре с контрактом 2Y NDF на руб./долл. приводит к рублевой доходности ~YTM10,0-10,5%, которая выше кривой доходностей рублевых квазисуверенных облигаций. Кроме того, бумаги RSHB13 включены в список внебиржевого РЕПО с ЦБ.

ЮТэйр: снижение высокой долговой нагрузки не ожидается

ЮТэйр, один из крупнейших авиаперевозчиков России, опубликовал относительно слабые финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г. Из-за опережающего роста расходов на персонал (+50%) компания не смогла транслировать достигнутую экономию на авиатопливе в улучшение уровня рентабельности. Совокупный долг компании вырос на 37% с начала года, при этом увеличение чистого долга не было столь значительным за счет накопления денежных средств на депозитах. В результате долговая нагрузка (Чистый долг/LTM EBITDA) на 30 июня 2011 г. почти не изменилась, но, тем не менее, осталась на высоком уровне 4,4х.

Ключевые финансовые показатели ЮТэйр

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	22 355	20 268	+10%
EBITDA	3 078	2 866	+7%
Рентабельность по EBITDA	13,8%	14,1%	-0,3 п.п.
EBITDAR	5 013	4 612	+9%
Рентабельность по EBITDAR	22,4%	22,7%	-0,3 п.п.
Чистая прибыль	676	623	+8%
Операционный поток	2 193	4 923	-2,2х
Инвестиционный поток, в т. ч.	-9 513	-5 942	+60%
Капитальные вложения	-1 818	-5 997	-3,3х
Финансовый поток	9 626	1 097	+8,8х

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	11 047	6 038	+83%
Долгосрочный долг	26 274	21 124	+24%
Совокупный долг	37 321	27 162	+37%
Чистый долг	27 659	26 241	+5%
Чистый долг/LTM EBITDA*	4,4х	4,3х	
Чистый долг/LTM EBITDAR*	2,7х	2,7х	

*за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

<p>В 1П 2011 г. рост выручки связан с регулярными авиапассажирскими рейсами</p>	<p>Около 60% выручки компании формируется за счет авиатранспортных услуг (регулярные и чартерные авиаперелеты), а еще ~30% - за счет вертолетного обслуживания на территории РФ и за рубежом. Рост выручки в 1П 2011 г. составил 10% в сравнении с 1П 2010 г. и преимущественно был обусловлен увеличением доходов от регулярных авиапассажирских перелетов (пассажирооборот увеличился на 34% г./г.). При этом стоит отметить, что регулярные рейсы компании в ряд регионов РФ субсидируются местными органами власти в виде прямых денежных компенсаций и снижения ставок аэропортовых сборов.</p>
<p>Снижение расходов на авиатопливо мы связываем с эффективностью новых самолетов</p>	<p>Прямые операционные расходы ЮТэйр, включающие такие статьи затрат, как авиатопливо, аэропортовые услуги, операционный лизинг и пр., снизились на 2% г./г. до 11 млрд руб., что было обусловлено исключительно сокращением расходов на авиатопливо с 4,3 до 3,8 млрд руб. Поскольку цены на авиакеросин увеличились в среднем на 50%, а пассажирооборот вырос, снижение издержек может быть связано с более активным использованием топливозэффективного парка. Напомним, что компания реализует стратегию обновления и модернизации парка воздушных судов, которая рассчитана на 2010-2015 гг.</p>
<p>Расходы на персонал росли опережающими темпами</p>	<p>Тем не менее, опережающий рост расходов, в частности, на персонал, составивший 50% г./г., нивелировал экономию компании на авиатопливе, что транслировалось в небольшое снижение рентабельности по EBITDA.</p>
<p>Капвложения профинансированы из операционного потока</p>	<p>Капвложения были в основном профинансированы из операционных потоков компании, дополнительно привлеченные заемные средства были размещены на депозитах, размер которых увеличился на ~6,5 млрд руб.</p> <p>Увеличение краткосрочной задолженности компании в 1П 2011 г. с 6 млрд руб. до 11 млрд руб. обусловлено реклассификацией части долгосрочной задолженности в краткосрочную, а также привлечением краткосрочных займов от связанных сторон (3,3 млрд руб. на 30 июня 2011 г. против 133 млн руб. на начало года).</p> <p>Рост долгосрочной части долга с 21 млрд руб. до 26 млрд руб. связан с выпуском необеспеченных векселей, а также размещением в марте 2011 г. 2 выпусков биржевых облигаций на 3 млрд руб. с погашением через 3 года. Уже после отчетной даты, в июле 2011 г. ЮТэйр разместил еще один выпуск рублевых облигаций на 5 лет номиналом 1,5 млрд руб.</p>
<p>Долговая нагрузка остается на высоком уровне 4,57х, ее снижение в ближайшее время маловероятно</p>	<p>Чистый долг ЮТэйр практически не изменился за счет роста ликвидной позиции. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA остается на высоком уровне - 4,4х. Накопленные денежные средства в дальнейшем могут быть направлены на приобретение новых воздушных судов в рамках программы по обновлению флота. В августе 2011 г. компания подписала договоры с ОАО "Вертолеты России" на поставку совокупно 60 вертолетов, заключила с ОАК и ВЭБ-лизингом договоры аренды 24 самолетов Sukhoi Superjet 100, акционерами была одобрена сделка с Boeing на поставку 40 новых Boeing-737. В связи с этим, на наш взгляд, снижение долговой нагрузки ЮТэйр в ближайшей перспективе маловероятно. В частности, уже после отчетной даты были заключены новые кредитные договоры с банками на общую сумму 143 млн долл.</p> <p>В обращающихся выпусках ЮТэйр, включенных в котировальный список A1, торговая ликвидность практически отсутствует. Учитывая достаточно высокую долговую нагрузку, с одной стороны, а с другой, вероятную поддержку со стороны Сургутнефтегаза, мы оцениваем справедливую доходность облигаций эмитента в текущих рыночных условиях на уровне YTW13-14% при дюрации 1-1,5 года.</p>

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9900
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900 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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.