

Пульс рынка

- **М. Драги пропускает ход.** В условиях скудного новостного фона финансовые рынки остались в боковом тренде: индексы акций завершили день лишь в небольшом минусе, доходности UST не претерпели существенных изменений. Неопределенность добавил М. Драги, который, скорее всего, не будет присутствовать в пятницу на симпозиуме в Джексон Хоуле, сославшись на свою загруженность. Видимо, это означает, что у ЕЦБ еще нет согласованного антикризисного плана, а недавнее обещание сделать все возможное для спасения еврозоны следует расценивать не более как словесные интервенции. С другой стороны, молчание сейчас лучше, чем выход на публику с "пустыми руками". Вероятно, возможности ЕЦБ ограничатся интервенциями лишь в существующем объеме ESM (500 млрд евро), при этом выкупаться будут краткосрочные бумаги тех стран, которые возьмут на себя обязательства проводить жесткие меры экономии. Принимая во внимание скромный масштаб потенциальной помощи (в сравнении с долгом Испании и Италии), "периферия" вряд ли "кинется в объятия" фискального союза, которые, как показывает пример с Грецией, могут оказаться смертельными. Теперь внимание инвесторов до пятницы сместится на макростатистику по США (выход которой сейчас определяет вероятность QE3). В частности, сегодня будут опубликованы данные по ВВП за 2 кв. (консенсус-прогноз предполагает его рост на 0,2% кв./кв. до 1,7% в годовом выражении), а также статистика по рынку недвижимости.
- **Вновь высокий спрос на 3-месячную ликвидность.** Как мы и ожидали, спрос на средства Казначейства составил 87,1 млрд руб., превысив предложение в 2,3 раза, при этом ставка отсекающая совпала со средневзвешенной ставкой и составила 7,7% годовых, что на 0,8 п.п. выше минимальной ставки аукциона. Тот факт, что ставка оказалась выше, чем на предыдущем аукционе (7,3%), а также превзошла индикативные 3m MosPrime (7,2%) и NDF на долл./руб. (6,5%), свидетельствует об увеличении дефицита рублевой ликвидности. Вчера задолженность банков по РЕПО с ЦБ возросла на 62 млрд руб. до 1,6 трлн руб., при этом ставки междилерского о/п РЕПО остались на уровне 5,8% годовых. Сегодня ЦБ заметно урезал лимиты по о/п РЕПО - на 290 млрд руб. до 100 млрд руб. (при этом задолженность по 7-дневному РЕПО увеличилась лишь на 180 млрд руб.). По-видимому, это стало следствием уменьшения внутривневных кредитов на 200 млрд руб., а также некоторого роста депозитов в ЦБ. Сегодня с утра ставки МБК снизились до 5,25% годовых.
- **ОФЗ вновь оказались невостребованными.** На сегодняшнем аукционе Минфин разместил 5-летние ОФЗ 25080 в объеме 2,6 млрд руб. из предложенных 10 млрд руб. по верхней границе ориентира - YTM 7,57%, при этом последние сделки проходили на уровне YTM 7,57%. Столь низкий спрос был обусловлен как отсутствием премии к рынку, так и продолжающимся ослаблением рубля (сегодня на открытии корзина подорожала еще на 15 копеек до 35,85 руб.). Кроме того, повышенные ставки РЕПО обуславливают низкую привлекательность ОФЗ с точки зрения carry-trade.
- **ГПБ (ВВВ-/Ваа3/-) - полностью в инвестиционной категории.** S&P повысило рейтинг ГПБ на одну ступень до ВВВ-/стабильный, приведя в качестве обоснования повышение стабильности бизнес-модели (сокращение доли непрофильных активов и улучшение операционных результатов), а также позитивный эффект от конвертации субординированных кредитов в акции, что увеличило капитал 1-го уровня. В отчетности ГПБ за 1 кв. 2012 г. (см. комментарий от 15 июня 2012 г.) мы не отметили какого-либо улучшения операционных показателей: напротив, чистая процентная маржа сократилась на 1,1 п.п. до 2,5%, минимальный уровень среди крупнейших госбанков, депозиты клиентов сократились на 14% (за счет увеличения остатков на счетах от структур Газпрома). Учитывая, что ГПБ и так котируется на уровне кривой ВТБ, а также часто выходит на "первичку", мы не ожидаем заметной реакции кредитного спреда на новость.

Темы выпуска

- ММК: смещение на внутренний рынок улучшило финансы
- МТС: сильный квартал, осторожный взгляд в будущее
- Промсвязьбанк: ждем решения ЦБ по субординированным бондам
- КБ Восточный Экспресс: качество кредитов под вопросом
- EDC/БКЕ: 2 квартал завершен с рекордной рентабельностью

ММК: смещение на внутренний рынок улучшило финансы

Хорошие результаты за 2 кв. 2012 г.

ММК (-/Ва3/ВВ+) опубликовал позитивные финансовые результаты за 2 кв. 2012 г. по МСФО, которые отражают повышенный спрос на внутреннем рынке при небольшом снижении стоимости сырья (железной руды и коксующегося угля). Рентабельность по EBITDA подросла на 2,6 п.п. до 14,7%. Чистый долг сократился как в абсолютном выражении на 550 млн долл. до 3,5 млрд долл., так и в отношении к LTM EBITDA с 3,3x в 1 кв. до 2,87x. В целом улучшение показателей ММК во 2 кв. было ожидаемо (см. наш обзор от 18 июня 2012 г.).

Ключевые финансовые показатели ММК

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	2 516	2 425	+4%	4 941	4 633	+7%
Валовая прибыль	415	326	+27%	741	887	-16%
Валовая рентабельность	16,5%	13,4%	+3,1 п.п.	15,0%	19,1%	-4,1 п.п.
ЕБИТДА	369	293	+26%	662	783	-15%
Рентабельность по EBITDA	14,7%	12,1%	+2,6 п.п.	13,4%	16,9%	-3,5 п.п.
Чистая прибыль	-49	14	-	-35	147	-
Операционный поток	548	319	+72%	867	351	+2,5x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-119	-264	-55%	-383	-749	-2,0x
Капвложения	-135	-230	-41%	-365	-709	-1,9x
Финансовый поток	-349	-330	+6%	-679	126	-
в млн долл., если не указано иное				30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				3 681	4 231	-13%
Краткосрочный долг				1 263	1 171	+8%
Долгосрочный долг				2 418	3 060	-21%
Чистый долг				3 485	4 034	-14%
Чистый долг/ EBITDA LTM*				2,87x	3,29x	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Доля продаж на внутренний рынок продолжила рост...

Рост выручки на 4% кв./кв. до 2,5 млрд долл. в условиях стабильных цен реализации отразил продолжающееся повышение доли продаж на локальном рынке (с 73% в 1 кв. до 78%), на котором цена исторически выше, чем на экспорт. Объем производства готовой продукции вырос на 1,4% кв./кв. до 3,1 млн т, в то же время средняя цена реализации металлопродукции на локальном рынке снизилась на 3,6% до 744 долл./т.

... компенсируя спад спроса на внешних рынках, прежде всего в Европе

Падение продаж на экспорт (в Европу и Азию) на 16% кв./кв. до 614 тыс. т ММК, как и в прошлом квартале, компенсирует за счет повышенного внутреннего спроса на стальную продукцию. Увеличение отгрузок в РФ составило +6,3% до 2,2 млн т. Отметим продолжающееся снижение спроса в Европе: доля региона в экспортных продажах сократилась с 33% до 28%. В итоге продажи на внутреннем рынке составили порядка 83% выручки (+2 п.п.). Основной спрос на продукцию ММК отмечает со стороны производителей труб, строительства, машиностроения, которые занимают 51% в продажах.

Спрос на сортовой прокат

По видам продукции произошло смещение в пользу сортового проката (+12% до 450 тыс. т) и горячекатаного листа (+3% до 1,4 млн т), при этом производство листа со стана 5000 сократилось на 21% до 195 тыс. т. Рост реализации готовой продукции продолжило демонстрировать турецкое подразделение ММК-Metalurji (+12% до 284 тыс. т). В целом по группе ММК производство продукции с высокой добавленной стоимостью увеличилось на 1% до 1,2 млн т, при этом ее доля составила 39%.

Объем добычи коксующегося угля незначительно сократился (+2% кв./кв.) по причине продолжающегося ремонта лав.

В 3 кв. ожидается сохранение прибыльности на

Показатель EBITDA вырос на 26% кв./кв. до 369 млн долл., заметно опередив выручку, что стало следствием 1) двукратного снижения убытка турецкого подразделения на уровне EBITDA (с 18 млн долл. до 8 млн долл.), 2) сокращения денежной себестоимости производства слябов

уровне 2 кв.	<p>(на 6,3% кв./кв. до 414 долл./т) благодаря снижению стоимости закупки сырья (обеспеченность ЖРС не превышает 50%) и улучшению структуры сырья, 3) перераспределения продаж в пользу РФ, где ценообразование предполагает премию к экспортному рынку.</p> <p>В 3 кв. ММК ожидает сохранения повышенного спроса на внутреннем рынке (прежде всего, за счет строительного сектора), что, принимая во внимание продолжающееся сокращение стоимости сырья (денежная себестоимость в 3 кв. снизилась ниже 400 долл./т), позволит компенсировать ценовую коррекцию и удержать прибыльность на уровне 2 кв.</p>
Высвобождение средств из оборотного капитала позволило сократить долг	<p>Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале во 2 кв. увеличился на 25% кв./кв. до 303 млн долл., при этом в результате сокращения запасов из оборотного капитала было высвобождено 277 млн долл. (что в 1,8 раза превосходит показатель в 1 кв.). Объем капитальных расходов составил всего 135 млн долл. (для сравнения инвестиции в 1 кв. были на уровне 230 млн долл.). В результате свободный денежный поток был направлен на погашение долга.</p> <p>Размер долга на балансе сократился на 550 млн долл. до 3,7 млрд долл., при этом чистый долг снизился до 3,5 млрд долл. Как следствие, отношение Долг/LTM EBITDA во 2 кв. снизилось с 3,45х до 3,05х, что снижает риск нарушения ковенанты на уровне 3,5х.</p>
EBITDA недостаточно для погашения краткосрочного долга...	<p>Рефинансирование краткосрочного долга в объеме 1,26 млрд долл. менеджмент планирует осуществить либо за счет банковских кредитов (в частности, двусторонних/синдицированных кредитов, предэкспортного финансирования), либо выпуска рублевых облигаций (биржевые облигации зарегистрированы в объеме 35 млрд руб.). Стоит отметить, что ликвидные активы составляют 1 млрд долл., из которых 814 млн долл. (-18% кв./кв. по причине рыночной переоценки) приходится на котируемые акции, скорее всего, тех компаний, которые представляют стратегический интерес (в частности, с точки зрения M&A). Поэтому, на наш взгляд, они могут рассматриваться как возможный источник для погашения краткосрочного долга только в крайнем случае.</p>
...и финансирования CAPEX в условиях традиционного увеличения запасов во 2П	<p>Капитальные расходы запланированы в размере 700 млн долл. в 2012 г., большая часть (500 млн долл.) из которых приходится на бизнес ММК (строительство стана холодного проката 2000 и модернизация стана горячего проката 2500), 80 млн долл. - на Белон. По итогам 1П 2012 г. план по CAPEX выполнен на 52%. Во 2П 2012 г. менеджмент компании ожидает сезонного увеличения запасов, что приведет к росту инвестиций в оборотный капитал (например, во 2П 2011 г. они составили 719 млн долл.) и, соответственно, ограничит возможности компании для сокращения долговой нагрузки при прочих равных условиях.</p>
Бумаги ММК по-прежнему выглядят дорого	<p>Обращающиеся облигации ММК имеют незначительную торговую ликвидность. Последние сделки по ММК БО-6 совершались с YTM 9,1% @ июль 2014 г., что предполагает дисконт к кривой Евраз (B+/Ba3/BB-) ~100 б.п. (Евраз-2,4 котируются в пределах YTP 10,5%). На наш взгляд, учитывая более высокий уровень долговой нагрузки ММК, бумаги эмитента должны торговаться без дисконта к Евразу.</p>

МТС: сильный квартал, осторожный взгляд в будущее

Очередной сильный квартал

Компания МТС (BB/Ba2/BB+) опубликовала финансовые результаты за 2 кв. 2012 г. по US GAAP, которые произвели на нас в целом позитивное впечатление. При этом, по словам руководства, во 2П 2012 г. произойдет некоторое замедление роста и снижение рентабельности в связи с потерей бизнеса в Узбекистане и высокой базы 2П 2011 г. Долговая нагрузка во 2 кв. снизилась до 1,21x (Чистый долг/LTM OIBDA), но к концу года вероятен ее рост за счет увеличения инвестиционной программы и некоторого снижения OIBDA.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	2 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	3 122	3 128	0%	3 014	+1%
OIBDA	1 374	1 303	+5%	1 259	-1%
Рентабельность OIBDA	44,0%	41,7%	+2,3 п.п.	41,8%	-1 п.п.
Чистая прибыль скорр.*	358	367	-3%	512	+30%
Чистая рентабельность скорр.*	11,5%	11,0%	+0,5 п.п.	17,0%	+3,8 п.п.
Чистый убыток	-682	-	-	-	-
Операционный поток	998	761	+31%	1 277	-22%
Инвестиционный поток	-933	-422	+1,2x	-1 005	-7%
Финансовый поток	-117	-318	-63%	-1 249	-91%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 мар. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	7 342	8 086	-9%
Краткосрочный долг	1 105	869	-27%
Долгосрочный долг	6 237	7 221	-14%
Чистый долг**	6 461	7 125	-9%
Долг/OIBDA LTM***	1,37x	1,53x	-
Чистый долг/OIBDA LTM***	1,21x	1,35x	-

* - скорректировано на убыток от списаний в Узбекистане в размере 1,08 млрд долл.

** без учета краткосрочных инвестиций

*** OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Здоровый рост в России, замедление в будущем из-за Узбекистана

Во втором квартале МТС остался лидером по темпам роста ARPU в России (+12% г./г. против 1,5-4% г./г. у конкурентов). Выручка российского сегмента выросла на 9% г./г. в рублях, но консолидированная выручка в долл. США осталась практически неизменной из-за ослабления российской валюты. Выручка узбекского подразделения, которое, вероятно, будет деконсолидировано в 3 кв., выросла на 34% г./г. Очевидно, что потеря этого бизнеса замедлит темпы роста выручки МТС, что будет отчасти нивелировано за счет восстановления деятельности в Туркменистане.

Высокая рентабельность, но ожидается снижение

Консолидированная рентабельность по OIBDA продолжила улучшаться, достигнув 44% во 2 кв. и 42,9% в 1П 2012 г., что было связано со снижением маркетинговой активности, оптимизацией розничной сети салонов и продажами более высокомаржинальных товаров – смартфонов, планшетных компьютеров и ноутбуков. Тем не менее, в ходе телеконференции менеджмент МТС подтвердил прогноз по рентабельности OIBDA на весь год на уровне 41-42%, что подразумевает снижение этого показателя во 2П. К тому же, по словам руководства, примерно 1,1 п.п. улучшения рентабельности приходится на разовые события, такие как роспуск резервов и продажа недвижимости МГТС в Москве.

Потери в Узбекистане списаны практически полностью

Во 2 кв. 2012 г. компания осуществила списания от потери бизнеса в Узбекистане в размере 1,08 млрд долл., в том числе 579 млн долл. от обесценения активов и 500 млн долл. - создание резерва для покрытия возможных потерь в ходе судебного разбирательства. По словам руководства, дальнейших крупных списаний, связанных с Узбекистаном, быть не должно. Скорректированная чистая прибыль сократилась на 3% г./г. из-за значительного убытка от валютной переоценки в размере 199 млн долл., вызванного обесценением рубля к доллару.

Чистый долг/OIBDA снизился до 1,21х, к концу года возможно повышение долговой нагрузки

Во 2 кв. 2012 г. капвложения были профинансированы за счет операционного денежного потока. Показатель Капвложения/LTM Выручка составил 19%. В ходе телеконференции руководство МТС заявило, что прежний прогноз данного показателя на уровне 20-22% может быть несколько превышен, что подразумевает рост капвложений во 2П 2012 г.

Чистый долг снизился на 9% по сравнению с 1 кв. до 6,5 млрд долл., а его отношение к LTM OIBDA снизилось с 1,35х до 1,21х. Тем не менее, менеджмент МТС заявил, что до конца года, возможно, произойдет некоторое увеличение долга, что будет связано с инвестиционной активностью. Для этих целей планируется использовать уже открытые кредитные линии.

Рублевые облигации котируются как первый эшелон

Обращающиеся рублевые выпуски МТС торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 150-160 б.п., минимальным среди бумаг остальных "телекомов" (ВымпелКом, Теле2), что, по нашему мнению, соответствует лишь корпоративным бумагам первого эшелона.

Евробонды MTS выглядят дорого в сравнении с AFK Sistema и VIP

С момента нашей последней рекомендации (от 14 августа) премия AFK Sistema 19 к более длинным бумагам MTS 20 сократилась до 85 б.п., однако все еще, по нашему мнению, выглядит избыточной, учитывая набор кредитных рейтингов (МТС - BB/Ba2/BB+, Система - BB/Ba3/BB-). Также мы по-прежнему считаем бумаги VIP 18 (рейтинг выпуска BB/Ba3/-) более интересной альтернативой MTS 20.

Промсвязьбанк: ждем решения ЦБ по субординированным бондам

Ожидаемые результаты за 2 кв. 2012 г.

Промсвязьбанк, ПСБ (-/Ba2/BB-), занимающий 11-е место в России по размеру активов, по данным Интерфакса на 1 июля 2012 г., опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2012 г., которую мы оцениваем нейтрально. После спада активности в 1 кв. 2012 г. (что было обусловлено, по оценкам менеджмента, в основном фактором сезонности в корпоративном сегменте), банк возобновил кредитование как в корпоративном, так и в розничном сегментах. Улучшение рентабельности кв./кв. при снижении чистой процентной маржи связано с успешной деятельностью банка на финансовых рынках (операции с валютой и деривативами).

Активизация кредитования вновь напомнила о достаточности капитала

Активизация кредитования вновь напомнила о ключевой проблеме кредитного профиля банка - невысокой достаточности капитала, которая после временного восстановления, вновь снизилась. За 2 кв. 2012 г. коэффициент общей достаточности капитала по Базелю сократился на 1 п.п. до 13,2%, тогда как показатель Н1 по РСБУ - на 0,5 п.п. с 11,0% до 10,5%, а на 1 августа 2012 г. он достиг 10,28% при нормативе ЦБ в 10%.

Субординированные облигации должны увеличить общую достаточность капитала на 0,9 п.п., а Н1 на 0,5-0,6 п.п.

В начале августа Промсвязьбанк разместил субординированные рублевые облигации номиналом 5 млрд руб. по закрытой подписке (ставка купона составила 12,25% годовых к погашению через 5,5 лет). После одобрения ЦБ, которое, по прогнозам менеджмента, ожидается в течение нескольких дней, они будут включены в состав капитала для расчета Н1. По оценкам менеджмента, это поможет увеличить коэффициент общей достаточности капитала на 0,9 п.п., а Н1 - на 0,5-0,6 п.п. Напомним также, что в июне 2012 г. Commerzbank вышел из состава акционеров банка. В настоящий момент доли между основными акционерами распределены следующим образом: 88,25%- братья Ананьевы, 11,75% - ЕБРР.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.	31 декабря 2011	изм.
Активы, в т.ч.	611,1	556,4	+10%	562,6	+9%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	470,7	414,3	+14%	425,4	+11%
розничные	44,0	37,6	+17%	37,2	+18%
корпоративные	385,7	337,5	+14%	349,9	+10%
МСБ	41,0	39,3	+4%	38,3	+7%
NPL/Кредитный портфель	4,3%	5,0%	-0,7 п.п.	5,7%	-1,4 п.п.
Собственный капитал	57,9	56,0	+3%	54,1	+7%
Коэффициент общей достаточности капитала	13,2%	14,2%	-1 п.п.	13,9%	-0,7 п.п.
ROE	13,5%	13,3%	+0,2 п.п.	11,2%	+2,3 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	63,7	62,7	+2%	56,7	+12%
Депозиты и счета клиентов	384,4	343,5	+12%	338,6	+13%

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	6,8	7,3	-7%	4,7	+44%
Чистый комиссионный доход	1,8	1,9	-4%	1,8	-
Операционные доходы	9,5	8,9	+7%	7,2	+32%
Чистая прибыль	2,0	1,8	+7%	0,5	+4x
Чистая процентная маржа	5,1%	5,7%	-0,6 п.п.	4,3%	+0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Корпоративный портфель растет быстрее рынка

Во 2 кв. 2012 г. в корпоративном и розничном сегментах по темпам роста кредитования ПСБ значительно опередил рынок (+6% и +11%, соответственно). Отметим, что в целом по 1П 2012 г. корпоративный портфель ПСБ растет быстрее рынка (+11% против 6%). Сегмент МСБ продолжает демонстрировать слабо позитивную динамику.

Качество портфеля стабилизировалось после продажи "плохих" кредитов в 1 кв.

В основном вследствие продажи "плохих" кредитов (преимущественно, в 1 кв. 2012 г.) уровень NPL90+ в абсолютном выражении стабилизировался, а в относительном - продолжил снижаться благодаря опережающему росту кредитного портфеля. Норма резервирования за квартал, по нашим оценкам, сократилась со 129% до 122%.

Снижение позиции в ценных бумагах компенсировано ростом других ликвидных активов

За 2 кв. 2012 г. ПСБ сократил позицию в ценных бумагах на 5 млрд руб. (-12%), разместив средства в другие ликвидные активы: наличность (+1 млрд руб.), депозиты и счета в других банках (+2 млрд руб.). Также банк увеличил дебиторскую задолженность по сделкам обратного РЕПО (+1 млрд руб.). При этом объем ценных бумаг, заложенных по РЕПО, снизился на 1 млрд руб. (общая сумма в залоге - 6,5 млрд руб., более 90% - ОФЗ).

Основными источниками роста кредитного портфеля стал приток клиентских средств (+41 млрд руб. за квартал), а также привлечение МБК (+12 млрд руб.). В качестве позитивного момента с точки зрения ликвидности мы отмечаем перераспределение остатков на расчетных счетах юрлиц (-6 млрд руб.) в пользу срочных депозитов (+40 млрд руб.). Депозиты физлиц выросли на 5 млрд руб., их доля в клиентских средствах снизилась за квартал с 30% до 29%.

Краткосрочные риски рефинансирования незначительны

До конца этого года из публичных инструментов банку предстоит погасить лишь синдицированный кредит на 350 млн долл. В настоящий момент ПСБ ведет переговоры с кредиторами о рефинансировании этого кредита, однако пока новые параметры не согласованы. В целом, учитывая запас денежных средств на балансе в 66 млрд руб. (на 30 июня 2012 г.), погашение этого кредита не должно вызвать проблем.

Новый выпуск ПСБ БО-7 предлагает премию по верхней границе ориентира

Вчера была открыта книга заявок по выпуску ПСБ БО-7 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 10,25-10,78% к 2-летней оферте, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 355-405 б.п. Ориентируясь на недавнее успешное размещение МСП Банк-2, предложение 2-летних бумаг банка с инвестиционным рейтингом находит спрос при спреде к кривой ОФЗ на уровне 260-270 б.п. Таким образом, спред для облигаций банка категории ВВ- оценивается в 360-370 б.п. Как следствие, ориентир по новым бумагам ПСБ предполагает премию к рынку 35 б.п. по верхней границе (по нижней границе премии нет). Не отличающийся высокой ликвидностью выпуск ПСБ БО-3 котируется на уровне YTM 9,75-9,85% @ февраль 2014 г.

Мы считаем, что текущий спред бумаг sub PSB18 к PSB17 (с близкой дюрацией) более 230 б.п. является избыточно широким, оценивая справедливую премию за субординацию при прочих равных на уровне 100 б.п. Однако близость достаточности капитала к минимальному уровню может обусловить дальнейшее давление продавцов на sub PSB 18 (которые с мая выглядят хуже рынка).

КБ Восточный Экспресс: качество кредитов под вопросом

КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1/Стабильный), 32-й по величине активов российский банк (по данным Интерфакса на 1 июля 2012 г., +2 ступени с начала года), опубликовал финансовые результаты за 1П 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем негативно, несмотря на высокие темпы роста кредитного портфеля (почти 30% до 147,1 млрд руб.) и увеличение чистой процентной маржи (17,3%, +0,5 п.п. к уровню 2011 г.). Основные опасения вызывает появление признаков ухудшения качества кредитного портфеля. Позитивным моментом является планируемое увеличение капитала банка.

Ключевые финансовые показатели КБ Восточный Экспресс

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	170 470	137 120	+24%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	147 149	113 235	+30%
розничные	143 644	109 943	+31%
корпоративные	3 505	3 292	+6%
NPL 90+/Кредитный портфель	6,8%	6,4%	+0,4 п.п.
Вложения в ценные бумаги	9 075	8 289	+9%
Выпущенные долговые бумаги	5 103	5 089	0%
Депозиты клиентов	103 995	81 386	+28%
Кредиты/Депозиты	141%	132%	+9 п.п.
Собственный капитал	20 261	16 211	+25%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,5%	14,2%	-0,7 п.п.
Чистая процентная маржа	17,3%	16,8%	+0,5 п.п.
В млн руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	12 083	9 610	+26%
Чистый комиссионный доход	-158	-29	-5,4x
Операционные доходы	8 613	8 206	+5%
Чистая прибыль	2 827	2 935	-4%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Активная экспансия кредитования в рознице продолжилась

Кредитная экспансия по-прежнему происходит в рознице (+31% до 143,6 млрд руб.). По темпу роста в этом сегменте банк опережает среднюю динамику розничного кредитования по всей банковской системе (+18,4% в 1П 2012 г.). Объем корпоративных кредитов увеличился лишь на 6% до 3,5 млрд руб.

Доля розницы увеличилась до 97,6% от всего кредитного портфеля. При этом структура портфеля за полгода заметно изменилась: доля потребительских кредитов (кредитов наличными) продолжила снижаться (с 57% до 53%) за счет опережающего роста сегмента кредитных карт (+55% до 38 млрд руб.), а также прироста сегмента МСБ (+75% до 10,5 млрд руб.) и автокредитов (+74% до 9,7 млрд руб.).

Резкий рост NPL 1-90 как признак ухудшения качества кредитного портфеля

Размер просроченных кредитов заметно вырос как в абсолютном выражении с 14,5 млрд руб. до 23,3 млрд руб., так и в отношении к портфелю с 13,2% до 16,3%, при этом заметный вклад в увеличение просроченной задолженности внес сегмент кредитных карт, в котором она выросла с 2,8 млрд руб. до 7,8 млрд руб. Поскольку основной прирост просрочки произошел в сегменте 1-90 дней (с 7,6 млрд руб. до 14,1 млрд руб.), объем NPL 90+ продемонстрировал меньшее увеличение - на 35% (немного опередив прирост розничных кредитов) до 9,2 млрд руб. При этом размер проданных кредитов составил не менее 1,22 млрд руб. Столь значительный рост просрочки (пусть и с ранним сроком) является признаком ухудшения качества портфеля, которое может проявиться в показателе NPL 90+ уже в конце 2012 г. Качество корпоративных кредитов также ухудшилось: NPL 90+ вырос на 89% до 0,75 млрд руб., что составляет 21% всех корпоративных кредитов.

Объем формируемых резервов вырос на 38% до 7,5 млрд руб., что составляет 5,2% (+0,2 п.п. по сравнению с 2011 г.) от всего портфеля и на 80% покрывает показатель NPL 90+. Важно

отметить, что розничный кредитный портфель банка сформирован не только за счет собственных (135,7 млрд руб.), но и купленных кредитов (7,89 млрд руб.), которые были приобретены с дисконтом. Эти кредиты на балансе отражаются по цене их покупки, а не по размеру прав требований к ним. В случае если будущие потери по кредиту оцениваются ниже дисконта, то резервы не создаются, именно этим объясняется невысокий уровень покрытия NPL 90+ по купленному портфелю (27%), в то время как показатель покрытия по собственному портфелю составил 91%. Тем не менее, по нашему мнению, норму резервирования по собственным кредитам нельзя назвать высокой: резервы покрывают просрочку лишь на 34%.

**Сокращение
задолженности по
РЕПО с ЦБ**

В 1П 2012 г. банк увеличил портфель ценных бумаг с 8,3 млрд руб. до 9,1 млрд руб., при этом доля бумаг, используемых в РЕПО с ЦБ сократилась с 39% до 16%, что свидетельствует об улучшении ликвидной позиции (вследствие высвобождения ценных бумаг из залога). Отметим, что на конец 2011 г. весь портфель был представлен долговыми ценными бумагами, из которых 60% имело рейтинг не ниже ВВ-. В отчетности за 1П 2012 г. расшифровка портфеля не представлена. Размер денежных средств в 1П 2012 г. увеличился на 2,2 млрд руб. до 14,5 млрд руб.

**Приток клиентских
средств отстает от
кредитования**

Приток клиентских средств (+27% до 134 млрд руб.), являющихся основным источником фондирования (с долей в обязательствах 89%), оказался меньше инвестиций в рост кредитного портфеля. Помимо использования накопленной прибыли (+2,83 млрд руб.) банк также привлек кредит у ЕБРР (797 млн руб.) на 3 года под ставку MosPrime + 470 б.п. Отношение Кредиты/Клиентские средства остается консервативным на уровне 1,09х. Доля депозитов физлиц в клиентских средствах почти не изменилась, составив 71%. Объем вложений 10 крупнейших вкладчиков составляет 8,3 млрд руб., или 6,15% от всех клиентских средств.

**Появились кредиты от
ЦБ РФ**

Снижение задолженности по РЕПО с ЦБ и объема привлекаемых средств на рынке МБК было компенсировано краткосрочными кредитами от ЦБ (под поручительства других банков-контрагентов) в объеме 2,5 млрд руб. по ставке 7,0-7,5% годовых.

**Комфортный запас
денежных средств**

Ликвидная позиция находится на высоком уровне, что характерно для розничных банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. В 2012 г. банку предстоит пройти offerту по выпуску БО-2 номиналом 2 млрд руб. в сентябре, при этом после отчетной даты, 17 августа, Восточный Экспресс разместил БО-4 номиналом 3 млрд руб. с купоном 11% к годовой offerте. Запас денежных средств на балансе позволяет банку исполнить обязательства в случае ухудшения рыночной конъюнктуры на публичных рынках и невозможности рефинансирования.

**Чистая прибыль
осталась без
изменения п./п.**

В 1П 2012 г. чистый процентный доход увеличился на 26% п./п. до 12,1 млрд руб., несколько отстав от динамики активов, взвешенных по риску, при этом процентные расходы опередили доходы по темпу роста. Несмотря на увеличение отчислений в резервы (+2,05х п./п.), чистый процентный доход после резервов на 8,9% превысил результат 2П 2011 г. Отрицательный чистый комиссионный доход (-157 млн руб.) вызван значительным ростом комиссионных расходов за услуги платежных и расчетных систем (большая часть которых составляет плата за транзакции клиентов банка, совершенных в АТМ сторонних банков), при этом комиссионный доход по ним учитывается как процентный доход. Также заметно возросли расходы на услуги коллекторских агентств. Чистая прибыль в 1П 2012 г. не сильно изменилась п./п., составив 2,8 млрд руб.

**Достаточность
капитала продолжила
снижаться...**

На фоне агрессивного роста кредитования в 1П 2012 г., а также относительно высокого уровня отчисления в резервы коэффициент общей достаточности капитала снизился с 14,2% до 13,5%. Показатель Н1 на начало 2012 г. составлял 11,68%, а на 1 августа 2012 г. - 10,68%, что свидетельствует о невысоком запасе собственных средств как для дальнейшего роста, так и создания резервов в случае ухудшения качества кредитов.

**... и находится под
угрозой миграции
ранней просрочки в
показатель NPL 90+**

Миграция даже половины текущего показателя NPL 1-180 дней через полгода в NPL 180+ приведет к необходимости увеличения резервов на 8,5 млрд руб. при 100% резервировании и на 4,25 млрд руб. при 50% резервировании (что было бы рискованной политикой резервирования). В этом случае банку потребуется внешнее вливание в капитал для поддержания норматива достаточности капитала. По состоянию на конец 1П 2012 г. 30% в

нем принадлежало фондам Baring Vostok, 13,9% - IFC, 15,6% - И. Киму (и лицам, находящимся под его контролем), 14,2% - С. Власову (и лицам, владеющим от его имени). По информации менеджмента, планируется увеличение капитала: проспект эмиссии был зарегистрирован ЦБ РФ 14 августа, при этом ее завершение запланировано на октябрь 2012 г.

Облигации банка выглядят дорого

Обращающиеся выпуски Восточного Экспресса имеют низкую ликвидность, что характерно для банков далеко за пределами первого эшелона. Недавно размещенные годовые БО-4 котируются с УТР 11,4%, что, по нашему мнению, не в полной мере отражает кредитные риски эмитента. Лучшей альтернативой в сегменте розничных банков с близким кредитным рейтингом мы считаем выпуски ТКС Банка, которые предлагают УТВ 14% с дюрацией <1,5 года (несмотря на их отсутствие в списке РЕПО ЦБ). Также нам нравятся МКБ БО-3 (УТР 9,42% @ апрель 2013 г.) и БРС БО-6 (УТР 9,4% @ ноябрь 2013 г.). Кстати говоря, недавно они были включены в Ломбардный список.

EDC/БКЕ: 2 квартал завершен с рекордной рентабельностью

Сильные финансовые результаты за 2 кв.

Eurasia Drilling Company Limited (BB/-/BB) крупнейшая в России независимая буровая компания, опубликовала сильные финансовые результаты по US GAAP за 1П 2012 г. Мы отмечаем существенное повышение рентабельности во 2 кв. 2012 г. до 27,1% (против 20,3% в 1 квартале).

Ключевые финансовые показатели Eurasia Drilling

в млн долл., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	
Выручка	1 564	1 265	+24%	818	746	+10%	
ЕБИТДА	373	267	+40%	222	151	+47%	
Рентабельность по ЕБИТДА	23,9%	21,1%	+2,8 п.п.	27,1%	20,3%	+6,8 п.п.	
Чистая прибыль	187	151	+24%	н/д	н/д	-	
Операционный поток	232	125	+86%	н/д	н/д	-	
Инвестиционный поток, в т.ч.	-280	-663	-2,4х	н/д	н/д	-	
Капвложения	-282	-171	+65%	-177	-105	+69%	
Финансовый поток	-140	421	-	н/д	н/д	-	
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012			31 дек. 2011		изм.	
Совокупный долг, в т.ч.			670			753	-11%
Краткосрочный долг			189			175	+8%
Долгосрочный долг			482			578	-17%
Чистый долг			350			244	+43%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*			0,5х			0,4х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет общих объемов бурения

Рост выручки во 2 кв. на 10% кв./кв. был обусловлен повышением объемов бурения на суше (+22% кв./кв.), при этом мы отмечаем снижение проходки горизонтальным бурением кв./кв. на 6,6% (его доля сократилась с 16,5% в 1 кв. до 12,6% во 2 кв.). Компания несколько повысила свой прогноз по объемам бурения на суше в 2012 г. - более 5,6 млн м, или +16% г./г. (ранее - 5,5 млн м).

Компания понизила прогноз по выручке на этот год до 3,15 млрд долл. против 3,3 млрд долл. в связи с продолжающимся ослаблением рубля, а также некоторыми изменениями, касающимися контракта по месторождению Ю. Корчагин, в выручке по которому теперь не указываются суммы, получаемые субподрядчиком.

Повышение рентабельности связано с меньшими объемами горизонтального бурения и наращиванием

Мы отмечаем существенный рост ЕБИТДА во 2 кв. (+47% кв./кв.), а также показателя ЕБИТДА/пробуренный метр, составившего 140,6 долл. против 116,9 долл. кварталом ранее. Стоит отметить, что первый квартал традиционно является слабым для компании, поскольку именно в это время осуществляется передислокация буровых установок в рамках подготовки к новому сезону бурения. В частности, в этом году оборудование было перемещено из Западной Сибири в Оренбург и на Ямал. Также существенное улучшение рентабельности было обусловлено 1) снижением объемов горизонтального бурения кв./кв., поскольку при

бурения установками с высокой грузоподъемностью

применении этой технологии наиболее высокомаржинальные услуги (направленное бурение + телеметрия) оказываются субподрядчиками и являются "сквозными" для прибыли компании, а также 2) наращиванием объемов бурения более грузоподъемными буровыми установками. Прогноз компании по рентабельности по EBITDA на 2012 г. был повышен с 22,7% до 23,5% в связи с подобным изменением структуры оказываемых услуг.

Капвложения подтверждены на уровне 500 млн долл. и в основном могут быть профинансированы из операционных денежных потоков

Капитальные затраты в 1П 2012 г. составили 282 млн долл., что на 65% превышает затраты за аналогичный период прошлого года, и были профинансированы из операционного денежного потока и частично из накопленных денежных средств. Совокупные капвложения на 2012 г. были подтверждены на уровне 500 млн долл. Что касается строительства 4-й установки для бурения на шельфе стоимостью 227 млн долл. с поставкой в конце 2014 г., менеджментом было озвучено, что платежи будут осуществляться по мере исполнения контракта в течение этого периода и составят около 45-50 млн долл. в полугодие. Компания планирует, что капзатраты, а также финансовая деятельность (погашение долга/выплаты дивидендов) будут в основном осуществляться из операционных денежных потоков, однако частично инвестиции могут быть профинансированы за счет кредитных средств.

Долговая нагрузка остается на низком уровне

За 1П компания погасила часть долга, который снизился на 11% до 670 млн долл. Краткосрочная задолженность составила 189 млн долл., и во 2П компания не исключает рефинансирования части долга. Чистый долг вырос на 43% (объем накопленных денежных средств сократился на 189 млн долл. до 321 млн долл.), и его отношение к LTM EBITDA немного повысилось с 0,4х до 0,5х. Фактором повышения долговой нагрузки потенциально могут стать сделки M&A.

Облигации БКЕ-1 не отличаются высокой ликвидностью и котируются с УТР 9,6% @ июнь 2016 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 210 б.п. и к близким по дюрации Газпром нефть-8,9 (УТР 8,5% @ февраль 2016 г.) на уровне 100 б.п. С учетом разницы кредитных рейтингов (2 ступени) мы считаем, что справедливый спред БКЕ-1 - Газпром нефть-8,9 должен составлять 50 б.п., и, соответственно, справедливая доходность БКЕ-1 находится около УТР 9,0%.

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.