

1 декабря 2011 г.

Пульс рынка

- **ФРС США выступает в роли "рыцаря на белом коне"...** По-видимому, неспособность Европы принять антикризисный план, что стало угрозой для устойчивости американских банков (вследствие обесценения европейских активов, находящихся на их балансах), заставила ФРС США предпринять активные действия. Как и в период острого кризиса 2008 г., с 5 декабря ФРС снизит ставки по долларовым свопам на 50 б.п. и продлит срок их действия с центральными банками Европы, а также Канады, Великобритании, Японии и Швейцарии до февраля 2013 г. По сути, в рамках валютного свопа банки получают условно неограниченный доступ к ликвидности, номинированной в нужной им валюте (в частности, евро) за счет финансового плеча (которое ограничено нормативом на капитал). Под залог имеющихся на балансе евро банки получают долларовую ликвидность от ФРС, которая может быть сконвертирована обратно в евро, что позволит сформировать необходимый объем ликвидности в евро для "латания дыр" в балансах, образовавшихся от обесценения суверенных долгов еврозоны. Стоит отметить, что текущие каналы рефинансирования ЕЦБ не позволяют банкам получить необходимый им объем средств. Они предоставляются в основном лишь под залог обесценивающихся суверенных бондов, поэтому и спрос на них невелик: задолженность составляет всего лишь порядка 650 млрд евро, тогда как потребность в ликвидности у европейских банков оценивается на уровне 2 трлн евро.
- **.... оставляя ЕЦБ роль вторичного эмиссионного центра.** Долгожданный запуск печатного станка ЕЦБ теперь может произойти автоматически: на доллары, полученные от ФРС, банки будут покупать евро у ЕЦБ, что, кстати говоря, будет способствовать укреплению евро (достигшего вчера 1,346 долл.). При этом мы не исключаем движения в диапазон 1,40-1,45 долл. Без участия ФРС европейский регулятор, по нашему мнению, не решился бы на подобный масштаб количественного смягчения, принимая во внимание политические разногласия, а также высокие инфляционные риски (около 3%, что на 1 п.п. превышает целевой уровень) на фоне экономической рецессии в южных странах еврозоны. Действие ФРС оказало довольно сильный позитивный эффект на индексы акций (взлетевшие на 4-6%) и рынок суверенных бондов еврозоны. В частности, доходности 10-летних бондов Италии опустились до YTM 7% (-50 б.п. в сравнении с предыдущим торговым днем). Как мы уже отметили выше, действие ФРС предоставит ликвидность банкам, что, возможно, улучшит их возможность привлекать капитал на публичных рынках для повышения достаточности капитала.
- **На локальном рынке ощущается оптимизм,** вызванный ростом котировок нефти Brent (до 112 долл./барр.). Индикативный выпуск Russia 30 подорожал на 1 п.п. до 117,5% от номинала, стоимость бивалютной корзины снизилась на 35 копеек (до 35,65 руб.). Сегодня мы ожидаем ценовой рост на рынке облигаций, при этом лучше рынка будут выглядеть длинные выпуски ОФЗ, а также корпоративные бумаги первого эшелона (например, ФСК-15).

Темы выпуска

- **Сбербанк: масштаб позволяет снимать сливки с рынка**

Сбербанк: масштаб позволяет снимать сливки с рынка

Сильные результаты
за 9М 2011 г.

Сбербанк (-/Baa1/BBB), крупнейший российский банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 9М 2011 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Совокупный кредитный портфель увеличился на 18% до 7,3 трлн руб., при этом показатель NPL 90+ дней снизился в абсолютном выражении с 452 млрд руб. до 445 млрд руб., а в отношении к объему кредитов с 7,3% до 6,1%. Чистая процентная маржа не изменилась г./г., составив 6,5%.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты клиентам (до резервов):	7 311	6 192	+18%
корпоративные	5 718	4 872	+17%
розничные	1 593	1 320	+21%
NPL 90+/Кредитный портфель	6,1%	7,3%	-1,2 п.п.
Активы	9 546	8 629	+11%
Собственный капитал	1 180	987	+20%
Депозиты	5 075	4 666	+9%
Достаточность капитала	17,3%	16,8%	+0,5 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	417	361	+16%
Чистый процентный доход	434	211	+2,1x
Чистый комиссионный доход	100	88	+14%
Операционные доходы	573	333	+72%
Расходы/доходы	45,7%	40,5%	+5,2 п.п.
Чистая прибыль	256	110	+2,3x
Чистая процентная маржа	6,5%	6,5%	без изм.
RoE	31,5%	17,3%	+14,2 п.п.
RoA	3,8%	1,9%	+1,9 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Рост доли в ключевых
сегментах

Наибольший прирост наблюдался в сегментах коммерческого кредитования юрлиц (+24,2% до 3,4 трлн руб.) и потребительском кредитовании населения (+26,5% до 804,4 млрд руб.). Судя по темпам роста в сравнении с объемом кредитования, банк продолжил увеличивать свою долю в ключевых направлениях банковских услуг (включая розничное кредитование).

Качество кредитного
портфеля на высоте...

Рост портфеля сопровождался снижением NPL (90+) по кредитам как юрлицам (с 8,2% до 6,8%), на долю которых в портфеле приходится порядка 78%, так и физлицам (с 4,1% до 3,5%). Норма резервирования по кредитному портфелю была снижена с 11,3% до 9%, при этом покрытие резервами показателя NPL (90+), хоть и сократилось, но остается высоким (148%).

... если не принимать
во внимание
пересмотренные
кредиты

Некоторым негативным моментом в отношении качества кредитного портфеля является значительный объем кредитов, условия по которым были пересмотрены: с начала года он увеличился на 30% до 970 млрд руб. Потенциально в этот объем могут входить реструктурированные кредиты, по которым заемщики не могли своевременно исполнять свои обязательства. Размер просроченных кредитов, условия которых были пересмотрены, составил 120 млрд руб. С учетом этого размер формируемого резерва не выглядит избыточным.

Портфель ценных
бумаг не изменился,
не считая ОБР...

С начала года объем ценных бумаг на балансе Сбербанка сократился на 16,3% до 1,5 трлн руб., главным образом, за счет погашения ОБР в 1П 2011 г. на сумму 433 млрд руб., при этом портфель корпоративных облигаций был увеличен на 36,4% до 482 млрд руб. В сравнении с 1П 2011 г. портфель ценных бумаг почти не изменился как по структуре, так и по срочности. Наибольшую долю в нем (47%) по-прежнему занимают ОФЗ.

... средства от которых
пошли на прирост
кредитования

Увеличение кредитного портфеля было профинансировано как средствами, вырученными от погашения ОБР, так и средствами физлиц (+8,7% до 5,3 трлн руб.) и корпоративных клиентов (+8,3% до 1,9 трлн руб.). Доля средств физлиц в обязательствах составила 63% (-1 п.п. кв./кв.).

Восстановление резервов обусловило рост прибыли

В основном благодаря восстановлению резервов под обесценение кредитного портфеля (16,8 млрд руб.) в отличие от 9М 2010 г., когда создание резервов отвлекло порядка 150 млрд руб., чистая прибыль выросла в 2,3 раза г./г. составив 256 млрд руб.

Убыток от ценных бумаг не сильно повлиял на результаты

Несмотря на негативную ценовую динамику рынка долговых ценных бумаг в 3 квартале этого года (ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ снизился на 2,5%), совокупный убыток по портфелю ценных бумаг составил лишь 1,7 млрд руб. (ценовое снижение облигаций было компенсировано купонными платежами).

Эффект масштаба привел к расширению процентного спреда

В сравнении с предыдущим кварталом чистая процентная маржа увеличилась на 20 б.п. до 6,7%, что было вызвано как снижением стоимости заемных средств с 3,4% до 3,3% годовых, так и ростом доходности работающих активов с 9,6% до 9,7% годовых. Таким образом, эффект масштаба позволяет Сбербанку выглядеть лучше среднерыночных тенденций, поскольку в 3 кв. по банковской системе наблюдался небольшой рост ставок по депозитам физлиц, в то время как ставки по депозитам физлиц (которые занимают более 52% обязательств) у Сбербанка снизились с 4,4% до 4,2% годовых.

Операционные расходы увеличились на 30% в основном по причине роста расходов на персонал, несмотря на то, что его численность сократилась на 1,4% г./г. до 238 тыс. чел. По итогам внедрения инновационных компьютерных технологий банк планирует сокращение персонала на 30 тыс. сотрудников.

Высокая прибыльность банка привела к повышению общей достаточности капитала с 16,8% в 2010 г. до 17,3%, в то время как активы, взвешенные с учетом риска, увеличились на 14,4% до 8,6 трлн руб.

Банк имеет высокую ликвидную позицию, в частности, разрыв ликвидности не наблюдается на горизонте до одного года, а объем выпущенных долговых ценных бумаг (280 млрд руб.) полностью покрывается суммой денежных средств (647 млрд руб.).

Рекомендуем покупать Sberbank15 с продаж Sberbank17 и/или Russia15

Из обращающихся евробондов Сбербанка мы обращаем внимание на выпуск Sberbank15 (YTM 5,18%-4,8%), который несколько выбивается из кривой доходностей эмитента, предлагая премию к суверенной кривой РФ более 180 б.п. (судя по Russia 15, котирующейся в пределах YTM 3,23-3,07%), в то время как для более длинных бондов Sberbank17 (YTM 5,7%-5,5%) эта премия составляет 120 б.п. Мы рекомендуем покупать Sberbank15 против продажи Sberbank17 и/или Russia15. Стоит отметить, что выпуск Sberbank15 включен в список внебиржевого РЕПО ЦБ.

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 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
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
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.