

Пульс рынка

- **Рынкам не понравилась стенограмма с заседания FOMC.** В ней было указано, что улучшение ситуации в США и Европе позволяет ФРС больше не рассматривать меры по дальнейшему стимулированию экономики. Только 2 из 10 членов комитета высказались за возможность запуска QE3, что означает смену направления монетарной политики (в сторону ужесточения в долгосрочной перспективе) и расходится с заявлением Б. Бернанке, сделанным сразу после заседания (о том, что для поддержания темпов восстановления экономики ФРС может задействовать дополнительные меры количественного смягчения). Финансовые рынки отреагировали резким ростом доходностей UST (+10 б.п. до YTM 2,29% по 10-летним бондам), снижением котировок золота и падением индексов акций на 1-1,5%, доллар укрепился с 1,33 долл./евро до 1,32 долл./евро. Благодаря стабильно высоким ценам на нефть (Brent - 125 долл./барр.), российский сегмент суверенных бондов проигнорировал снижение аппетита к риску, завершив день ценовым ростом: Russia 42 (+0,8 п.п.), Russia 22 (+0,4 п.п.), G-спреды по которым с момента размещения сократились на 40 и 30 б.п., соответственно, до 210 б.п.
- **Для успешного размещения длинных ОФЗ может потребоваться премия.** Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению 15-летних ОФЗ 26207 (YTM 8,14%, при цене 101,45%) в объеме 20 млрд руб. с ориентиром по доходности YTM 8,1-8,2%, что соответствует цене 101,78% - 100,95% от номинала. Мы считаем, что дорогая нефть и ожидания укрепления рубля сформируют определенный спекулятивный спрос на длинные ОФЗ. Рекомендуем участвовать в размещении по верхней границе ориентира.
- **Вероятность снижения ставок на заседание ЦБ (в период с 5-10 апреля) низка.** Положительная динамика большинства реальных макроиндикаторов в феврале вкупе с сохранением высокой кредитной активности указывает на некоторое ослабление рисков замедления экономического роста. Между тем, некоторая стабилизация ситуации на денежном рынке и снижение ставок на нем свидетельствует об отсутствии необходимости незамедлительного смягчения параметров монетарной политики. Несмотря на то, что инструменты рефинансирования ЦБ остаются основным источником восполнения недостатка ликвидности, мы полагаем, что для ликвидации дефицита средств в ближайшее время ЦБ предпочтет скорее расширение инструментария и удлинение его сроков, нежели снижение ключевых кредитных ставок. Одной из мер в этом направлении станет возобновление аукционов ломбардных кредитов и РЕПО на 1 год 9 апреля. Согласно заявлениям представителей ЦБ и пресс-релизам регулятор видит текущий процентный коридор приемлемым "на ближайшие месяцы", на фоне чего снижение ставок сейчас выглядит маловероятным, хотя некоторого ужесточения риторики мы не исключаем в связи с возможным ухудшением макроэкономической ситуации и предстоящим ускорением годовой инфляции. В целом во 2 кв. 2012 г. мы считаем возможным как минимум одно снижение кредитных ставок на 25 б.п., в том числе по мере сужения запаса ликвидности.
- **ВТБ выходит на "первичку" почти без премии.** После завершения маркетинга ВТБ (BBB/Baa1/BBB) объявил ориентиры по 5-летнему выпуску евробондов в диапазоне YTM 6,0-6,1%, что соответствует G-спреду в размере 500-510 б.п. Близкие по дюрациям бонды VTB 18 (с купоном 6,315% годовых) котируются на уровне YTM 6,05% с G-спредом в размере 480 б.п. Стоит отметить, что в сегменте квазисуверенных бумаг с погашением более чем через 5 лет премия за дюрацию в рамках G-спредов отсутствует, например, G-спред более длинных бумаг VTB 20 составляет 465 б.п. В результате, ориентир по новому выпуску VTB 17 предполагает премию к рынку в размере 20-30 б.п. (или по цене около 80-100 б.п.). Учитывая высокий спрос на суверенные бумаги, мы не исключаем, что окончательная доходность может сложиться ниже ориентира. С другой стороны, высокий навес первичного предложения со стороны негосударственных эмитентов (например, планы по размещению евробондов недавно озвучили Промсвязьбанк, Распадская, Евраз) обосновывает наличие премии к рынку. Мы рекомендуем участвовать в размещении не ниже YTM 6%.

Темы выпуска

- Ликвидность из бюджета
- ЛОКО-Банк стал менее уязвимым к рыночному риску

Ликвидность из бюджета

Вчера на конференции ВШЭ А. Силуанов прокомментировал ситуацию с исполнением бюджета и планами по пополнению Резервного фонда. Из его высказываний следует:

- Федеральный бюджет в 2012 г. может быть исполнен с профицитом.
- При сохранении благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры Минфин может направить в Резервный фонд вдвое больше плана (512 млрд руб.).
- Профицит федерального бюджета в марте составил около 125 млрд руб., всего за 3 мес. 2012 г. бюджет исполнен с дефицитом в 120 млрд руб.

Бюджет - основная причина ухудшения ликвидности в марте

Превышение доходов федерального бюджета над его расходами в марте было ожидаемо. Мы не раз отмечали, что после активизации бюджетных расходов в январе-феврале 2012 г. на фоне реализации предвыборных обещаний в марте может произойти резкое замедление расходов, что при растущей цене на нефть привело к профициту бюджета, как следствие, стерилизации ликвидности из банковского сектора. При этом чистый отток ликвидности в связи с профицитом консолидированного бюджета и размещением госбумаг в марте мог составить, по нашим оценкам, около 200 млрд руб. Вкупе с чистым итогом от интервенций ЦБ (+140 млрд руб.) и изменением объема наличности в обращении, это дает порядка 70 млрд руб. нетто-оттока ликвидности из банковского сектора в марте. Таким образом, после пополнения ликвидности в феврале бюджет был основным источником ухудшения ее состояния в марте.

Планы по размещению госбумаг на внутреннем рынке не претерпят изменений

На фоне повышения среднегодовой прогнозной цены на нефть на 15 долл. до 115 долл./барр., а значит, получения бюджетом, по нашим оценкам, более 700 млрд руб. дополнительных доходов, направление в Резервный фонд вдвое больше средств, чем запланировано (512 млрд руб.), выглядит реализуемым. Однако необходимо учитывать, что при "цене отсечения" для пополнения Резервного фонда на уровне 100 долл./барр. балансирующая цена на нефть для бюджета составляет 117 долл./барр., а значит, разница будет покрываться за счет долга, что предполагает сохранение прежнего плана по заимствованиям на внутреннем рынке неизменным. Тот факт, что планы по размещению госбумаг не претерпят изменений, находит подтверждение в официальных заявлениях представителей ведомства. Если предположить, что подавляющая часть дополнительных доходов будет направлена на пополнение Резервного фонда, потребность в займах на внутреннем рынке со стороны Минфина по-прежнему оценивается нами в 800 млрд руб. (с учетом погашений).

В апреле мы ждем стабилизации ситуации с ликвидностью

С одной стороны, апрель будет характеризоваться усилением притока госсредств в банковский сектор на фоне перечисления квартальных субсидий. С другой стороны, доходы бюджета продолжают нарастать вслед за повышением цен на нефть. Сочетание этих факторов может привести к тому, что позитивный эффект от более интенсивного освоения бюджетных средств в апреле может быть компенсирован за счет увеличения бюджетных поступлений, что с учетом намеченных на апрель размещений госбумаг, может иметь близкий к нейтральному итоговый эффект на ликвидность банковского сектора. При этом интервенции ЦБ, которые, по нашим оценкам, в случае сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры составят как минимум 150 млрд руб. и сведут к минимуму негативный эффект от прироста наличности в обращении.

Мы допускаем небольшую коррекцию ставок денежного рынка в связи с тем, что ситуация с ликвидностью не улучшится так быстро, как ожидалось. При этом спрос на РЕПО сохранится в периоды усреднения и уплаты налогов.

ЛОКО-Банк стал менее уязвимым к рыночному риску

Кредитный профиль стал более сбалансированным

ЛОКО-Банк (-/B2/B+), занимающий 70-е место по размеру активов среди банков РФ (на 4 степени выше, чем в 2010 г.), представил финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., которая произвела на нас умеренно позитивное впечатление. За 2П 2011 г. общий кредитный портфель сократился на 1,5% по сравнению с 1П 2011 г. до 36,5 млрд руб., при этом с начала года рост составил 6%, что уступает динамике средних по величине активов банков. Чистая процентная маржа сократилась на 40 б.п. п./п. до 6,1%, но в целом соответствует уровню 2010 г. Несмотря на некоторый рост п./п. на 0,6 п.п., просроченная задолженность все еще остается на низком уровне - 2,8%. Позитивным моментом стало сокращение рыночного риска по портфелю ценных бумаг. По причине замедления кредитования, а также сокращения рыночного риска достаточность капитала первого уровня увеличилась на 0,2 п.п. до 14,4%.

Ключевые финансовые показатели ЛОКО-Банка

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы, в т.ч.	60 172	51 581	+17%	60 172	49 978	+20%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	36 488	37 026	-1%	36 488	34 432	+6%
розничные	7 686	5 668	+36%	7 686	3 893	+97%
корпоративные	28 802	31 359	-8%	28 802	30 539	-6%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,6%	0,9%	+0,7 п.п.	1,6%	0,9%	+0,7 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	8 238	8 358	-1%	8 238	6 716	+23%
Депозиты клиентов	15 335	10 524	+46%	15 335	12 497	+23%
Собственный капитал	7 071	6 610	+7%	7 071	6 036	+17%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,7%	14,4%	+1,3 п.п.	15,7%	14,7%	+1 п.п.
ROAA	1,8%	2,3%	-0,5 п.п.	1,8%	1,9%	-0,1 п.п.
ROAE	15,3%	18,2%	-2,9 п.п.	15,3%	14,3%	+1 п.п.
В млн руб., если не указано иное			2011		2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов			2 276		1 573	+45%
Чистый комиссионный доход			568		390	+46%
Операционные доходы			3 667		3 157	+16%
Расходы/доходы			54,7%		51,4%	+3,3 п.п.
Чистая прибыль			1 005		806	+25%
Чистая процентная маржа			6,1%		6,1%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Банк немного сократил корпоративное кредитование...

Во 2П 2011 г. произошло заметное снижение объема корпоративных кредитов (на 8,2% п./п. до 28,8 млрд руб.) по всем сегментам, при этом наибольшее сокращение было отмечено в верхнем сегменте средних по размеру бизнеса компаний (на 13,3% п./п. до 10,1 млрд руб.). За год кредитный портфель стал более диверсифицированным по отраслям: доля торговли (продуктами питания, автомобилями, запчастями, инструментами, строительными материалами, химией, сельскохозяйственной продукцией и т.п.) в портфеле заметно сократилась: с 47% до 39%.

... и продолжил наращивать розницу

При этом в рознице продолжился интенсивный рост: портфель вырос на 36% п./п. и на 97% г./г. до 7,7 млрд руб., а его доля увеличилась с 15% до 21% за 2П 2011 г. Драйвером роста стали автокредиты, составляющие 69% всех кредитов физлицам. Банк продолжил экспансию сети, открыв с начала года 7 новых точек продаж, при этом основным регионом присутствия остается ЦФО (73%).

Качество кредитов остается на высоком уровне

В целом уровень просрочки остается на низком уровне (< 3%), ее наибольшая часть приходится на розничный сегмент (просроченная задолженность более 1 дня - 6,2%) и кредитование МСБ (~7,75%). Стоит отметить, что во 2П 2011 г. уровень просроченной задолженности по кредитам МСБ вырос на 1,1 п.п.

Резервы банка (3,8% от совокупного портфеля) полностью покрывают величину просроченной

задолженности. Стоимость риска осталась п./п. на уровне 1,1%, что свидетельствует в целом об устойчивом качестве портфеля.

Банк несколько сократил свою позицию в ценных бумагах п./п. на 0,85 млрд руб. до 10,2 млрд руб., при этом их доля в активах осталась на уровне 17%. Почти весь портфель ценных бумаг состоит из долговых инструментов (облигаций, векселей), из которых 87% приходится на выпуски облигаций, входящие в Ломбардный список ЦБ. Купонный доход за 2П 2011 г. по портфелю составил 341 млн руб. (~11% от общих доходов банка).

Финансовое плечо в облигациях было снижено...

Банк заметно уменьшил финансовое плечо по портфелю облигаций: доля бумаг находящихся в залоге снизилась с 60% до 45% (~4,6 млрд руб., из которых 17% в ЦБ РФ), что, свидетельствует о снижении рыночного риска по сравнению с 1П 2011 г. Неблагоприятная рыночная конъюнктура осенью прошлого года негативно сказалась на позиции в ценных бумагах, которая обесценилась, по нашим оценкам, на 250 млн руб. Убыток от переоценки был покрыт купонными платежами, доход от ценных бумаг во 2П 2011 г. составил лишь 91 млн руб., в то время как за 1П 2011 г. ценные бумаги принесли прибыль 376 млн руб. В условиях стабильного чистого процентного дохода снижение прибыли до налогообложения на 27% п./п. до 533 млн руб. стало как раз следствием негативного результата (в сравнении с 1П 2011 г.) от позиции в ценных бумагах.

... купонные платежи компенсировали отрицательную переоценку во 2П

Наблюдался приток клиентских средств, обусловленный, в том числе, сезонностью

Наибольший вклад в увеличение обязательств (+18% п./п. до 53,1 млрд руб.) внесли клиентские средства, которые выросли на 36,4% до 28,5 млрд руб. Приток произошел как по счетам юрлиц (+29,5% до 12,3 млрд руб.), так и по срочным депозитам физлиц (+26% до 9,7 млрд руб.) и юрлиц (+103% до 5,7 млрд руб.).

Приток средств на текущие счета юрлиц, по нашему мнению, может быть краткосрочным, поскольку обусловлен, скорее всего, фактором сезонности: торговые компании, на которые приходится львиная доля выданных кредитов, в последнем квартале традиционно генерируют большие потоки денежных средств. Приток депозитов физлиц обусловлен повышением процентных ставок по ним. Доля клиентских средств в обязательствах вернулась на уровень начала года (54%), увеличившись на 7,5 п.п. с 1П 2011. Также банк нарастил задолженность на рынке МБК: депозиты банков увеличились п./п. с 3,2 млрд руб. до 6,3 млрд руб., что, возможно, связано с замещением фондирования более дорогого РЕПО.

Произошло удлинение durations портфеля ценных бумаг

Средства, полученные от клиентов, а также на рынке МБК в основном осели на НОСТРО счетах, остатки на которых выросли п./п. на 8,2 млрд руб. Несмотря на заметный приток клиентских средств на горизонте 12 месяцев чистая ликвидная позиция банка стала отрицательной (в отличие от 1П 2011 г.), что связано с удлинением durations портфеля ценных бумаг (более 80% имеет срок до погашения более чем год, в то время как на 1П 2011 г. 70% портфеля подлежало к погашению в течение месяца). На наш взгляд, возникший разрыв ликвидности носит, преимущественно, технический характер.

Существует потребность в длинной ликвидности

В 2012 г. банку предстоит погасить обращающиеся векселя на сумму 3,4 млрд руб., а также пройти через ofertу по выпуску облигаций номиналом 2,5 млрд руб. в августе 2012 г. В ходе oferty по выпуску БО-1 в феврале этого года эмитент выкупил лишь 17% выпуска, новый купон был установлен на уровне 9,8% годовых (к следующей годовой ofercie), что на 1,3 п.п. выше предыдущей ставки. В случае сохранения благоприятной конъюнктуры на долгом рынке эмитент может выйти на "первичку": рублевые облигации зарегистрированы в объеме 7,5 млрд руб.

МКБ БО-1 - лучшая альтернатива бумагам ЛОКО-Банка

С точки зрения сочетания риска и доходности в коротком сегменте выпусков банков категории В+, мы считаем облигации МКБ БО-1 (УТР10,6% @ февраль 2013 г.) лучшей альтернативой обращающимся бумагам ЛОКО-Банка (БО-1 котируются с УТР 9,4% @ февраль 2012 г.) за счет премии 50-100 б.п. при близком наборе кредитных рейтингов.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть

Лукойл
Новатэк
Татнефть
Транснефть
ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель

Распадская
РМК
Русал
Северсталь
СУЭК
ТМК
ЧТПЗ
Uranium One

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот

Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС

Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит

Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим

Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ

Соллерс

Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ

ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Банк Москвы
Банк Русский
Стандарт

Банк Санкт-Петербург
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
КБ Восточный
Экспресс

ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк

РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленная оттепель

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год?

Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

Бюджет

Бюджетный фальстарт

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	abaiкова@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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.