

Пульс рынка

- ▶ **В преддверии Пасхи Европа тянет вниз.** Негативный тренд на финансовых рынках из-за опубликованной стенограммы с последнего заседания ФРС США продолжился: индексы акций потеряли 0,5-1%, доходность 10-летних UST снизилась до УТМ 2,18%. От более сильной коррекции удерживают ожидания публикации сегодня сильного отчета по американскому рынку труда за март. Негативное влияние на настроения инвесторов по-прежнему оказывают долговые проблемы периферийных стран Европы: доходности 10-летних бондов Испании и Италии обновили локальные максимумы (1,5-месячные), поднявшись на 7 б.п. и 10 б.п. до УТМ 5,74% и УТМ 5,44%, соответственно. Макростатистика по промпроизводству Германии оказалась хуже ожиданий: его снижение г./г. составило 1% против прогноза на уровне 0,5%. Напомним, что динамика производственных заказов, опубликованная позавчера, также была хуже ожиданий (-6,1% против прогноза -5,5%). Таким образом, в экономических показателях Германии все больше проявляется негативный эффект от рецессии периферийных стран еврозоны.
- ▶ **Снижение вероятности QE3 повысило чувствительность к риску.** Изменение монетарной политики ФРС США (не предполагающей использование дополнительных мер количественного смягчения) качественно меняет восприятие финансовыми рынками экономической статистики: теперь инвесторы более чувствительны к негативным тенденциям, которые сохраняются в секторе недвижимости США, в состоянии бюджетов стран Европы, и, как следствие, угрожают замедлением Китая. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе негатив из Европы будет оказывать все большее влияние на настроения финансовых рынков, перевешивая позитивный эффект от макроданных из США и формируя нисходящую динамику индексов акций. Индикативный выпуск Russia 30 и новый бонд Russia 42 вчера скорректировались в цене на 35-45 б.п. от своих недавних локальных максимумов. Закрытие внешних рынков в Страстную Пятницу сегодня обусловит низкую торговую активность на российском рынке.
- ▶ **По словам С. Игнатъева, ЦБ сдвинул коридор бивалютной корзины на 5 копеек до 32,15-38,15 руб.,** что полностью совпало с нашими более ранними предположениями. Согласно нашим оценкам, сделанным на основе анализа динамики международных резервов, накопление 500 млрд долл. интервенций с последующим смещением плавающего коридора вниз на 5 копеек к новым границам произошло в 20-х числах марта. Мы подсчитали, что из озвученной вчера оценки суммарного объема интервенций за март в 4,3 млрд долл. (против 2,8 млрд долл. в феврале) на долю накопленных интервенций, сдвигающих коридор, могло приходиться около 16-20%, тогда как подавляющую их часть составили целевые покупки валюты. Рост интервенций в марте последовал за ускорением укрепления рубля. В пересчете на ежедневную величину интервенций официальная оценка означает около 200 млн долл. в день, что укладывается в предполагаемый нами ранее диапазон (200-250 млн. долл. на уровне 33,0-33,9 руб. по бивалютной корзине, причем в подкоридоре 33,0-33,5 руб. их величина, скорее всего, достигала верхней границы 250 млн. долл.). В частности, за неделю с 26-30 марта, покупки ЦБ могли составить до 1 млрд долл., что вкуче с положительной валютной переоценкой недолларовых резервных активов (+1,75 млрд долл.), ростом стоимости золота, за вычетом нетто-итога по ценным бумагам и СДР (-0,35 млрд долл.), обеспечило прирост международных резервов в этот период на 1,8 млрд долл. до 512,6 млрд долл.

Темы выпуска

- ▶ Банк Центр-инвест: сбалансированный рост с рекордной прибылью
 - ▶ Globaltrans расширяет парк
-

Банк Центр-инвест: сбалансированный рост с рекордной прибылью

Новые облигации интересны по озвученным ориентирам

КБ «Центр-инвест» (Moody's: Ba3), 79-й по размеру активов и крупнейший региональный банк на юге России, начал маркетинг новых бумаг БО-2 номиналом 1,5 млрд руб., озвучив ориентир в диапазоне УТР 9,41% – 9,93% к годовой оферте, что предполагает премию 40-80 б.п. к коротким бумагам банков с рейтингом BB-/Ba3. На основе финансовых результатов по МСФО за 2011 г. мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента и рекомендуем участвовать в размещении, считая справедливым УТР 9,3%.

Ключевые финансовые показатели Банка Центр-Инвест

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	54 537	48 279	+13%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	44 766	32 858	+36%
розничные	14 502	9 517	+52%
корпоративные	30 264	23 341	+30%
NPL (180+)/Кредитный портфель	4,5%	6,3%	-1,8 п.п.
Остатки на счетах клиентов	12 892	12 155	+6%
Депозиты клиентов	26 109	21 659	+20%
Собственные средства	6 686	5 774	+16%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	18,2%	19,8%	-1,6 п.п.
ROA	0,9%	0,5%	+0,4 п.п.
ROE	14,5%	3,9%	+10,6 п.п.
в млн руб., если не указано иное	2011 г.	2010 г.	изменение
Чистый процентный доход до резервов	3 034	2 263	+34%
Чистый комиссионный доход	631	640	-1%
Операционные доходы	3 043	1 895	+61%
Расходы/доходы	49,7%	51,8%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	912	220	+4,1x
Чистая процентная маржа	7,2%	6,7%	+0,5 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель вырос с увеличением доли розницы

Кредитный портфель банка вырос на 36% г./г. до 44,8 млрд руб., при этом опережающую динамику продемонстрировал розничный сегмент: объемы потребительских и автокредитов, а также ипотеки увеличились на 49% и 57% до 8,5 млрд руб. и 6 млрд руб., соответственно. В результате доля розничного сегмента выросла с 28,9% до 32,4%.

Банк является лидером в своем регионе присутствия

В корпоративном сегменте (67,6% всего портфеля, или 30,3 млрд руб.) наибольшую долю занимают торговля (28%) и сельское хозяйство (23%), являющиеся одними из ключевых (по их вкладу в ВРП) отраслей Южного и Северо-Кавказского федеральных округов РФ. Поддержку экономическому развитию южного региона РФ оказывают перспективы (развитие инфраструктуры и туризма), связанные с проведением Зимней Олимпиады в Сочи в 2014 г.

За год банк усилил свои позиции на кредитном рынке в зоне основного присутствия (Ростовская область): его доля увеличилась с 75% до 78,5%. Доля на рынке всего юга России выросла с 35,7% до 37,6%.

Прирост кредитования произошел в основном за счет старой клиентской базы

Стоит отметить, что темп прироста числа корпоративных клиентов (+11,6% г./г.) и действующих кредитных договоров (+9,6% г./г.) оказался заметно более скромным, чем рост объемов кредитования. Таким образом, большая часть кредитной экспансии была обусловлена в большей степени не привлечением новых клиентов, а увеличением кредитных лимитов по существующим клиентам, что свидетельствует о консервативной политике банка в формировании кредитного портфеля.

Консервативная политика резервирования: РВП > NPL 90+

Качество кредитного портфеля не претерпело существенных изменений: объем просроченных кредитов незначительно сократился в абсолютном выражении с 3,3 млрд руб. до 3,2 млрд руб. а в отношении к портфелю с 9,9% до 7,1%. Показатели NPL 30+ и NPL 90+ на 1 января 2012 г. составляли 6% и 5,5%, соответственно. Размер списаний не превысил 1,4% портфеля. Объем

Неравномерное распределение обеспечения по кредитному портфелю	<p>сформированных резервов за год практически не изменился, при этом норма резервирования снизилась с 8,2% до 6%. Политика формирования резервов консервативна: они на 110% покрывают NPL 90+ и на 85% просроченную задолженность.</p>
	<p>Качество кредитного портфеля поддерживается высокой долей обеспеченных кредитов (92%), при этом 72% всех кредитов обеспечено автотранспортом и объектами недвижимости, являющихся, по оценкам менеджмента, высоколиквидными предметами залога. Тем не менее, мы отмечаем весьма неравномерное распределение обеспечения по кредитному портфелю: порядка 47% всех кредитов (или 21 млрд руб.) имеет покрытие залогами лишь на уровне 29%.</p> <p>Корпоративные кредиты в объеме 7,9 млрд руб. покрыты обеспечением на уровне 24%, а кредиты МСБ в объеме 11,3 млрд руб. - на уровне 34%. В результате размер непокрытой части (13,5 млрд руб.) кредитов, выданных юрлицам, почти в два раза превышает собственные средства (6,7 млрд руб.).</p>
	<p>Также мы обращаем внимание на группу корпоративных кредитов и кредитов МСБ в объеме 2,7 млрд руб. (+137% г./г.), которые, по оценке менеджмента, имеют признаки обесценения (обороты по расчетным счетам заемщика недостаточны для погашения ссудной задолженности).</p>
Увеличилась концентрация кредитов в работающих активах	<p>Кредитная экспансия была профинансирована за счет сокращения остальных активов (вложений в ценные бумаги (-1,9 млрд руб. до 0,97 млрд руб.) и МБК (-2,5 млрд руб. до 2 млрд руб.) и денежных средств (-1,3 млрд руб. до 4,65 млрд руб.)), а также притока депозитов физлиц (+19,4% до 25 млрд руб.). Стоит отметить, что приток депозитов физлиц происходил в условиях снижения средней ставки по депозитам (с 7,8% до 6,4% годовых в рублях), что свидетельствует о наличии у банка потенциала для привлечения розничных источников фондирования.</p>
Средства международных финансовых институтов замещаются локальными облигациями	<p>Поддержка со стороны основных акционеров - ЕБРР (с долей в акционерном капитале 27,45%) и немецкой правительственной финансово-консультационной компании DEG (с долей 22,45%) - реализуется в форме субординированных кредитов (1,6 млрд руб.). Общий размер субординированного долга почти не изменился г./г., составив 1,9 млрд руб. (со ставкой в долларах 4,8% годовых).</p> <p>Мы отмечаем, что в целом за год произошло снижение задолженности перед международными финансовыми институтами с 4 млрд руб. до 2,7 млрд руб., в том числе обязательства перед ЕБРР сократились с 2,3 млрд руб. до 1,6 млрд руб., что было компенсировано двумя выпусками рублевых облигаций на сумму 2,5 млрд руб. (оферта в декабре 2012 г.). Из всех находящихся в обращении облигаций в объеме 5,3 млрд руб. бумаги на сумму 1,6 млрд руб. выкуплены дочерней компанией банка.</p>
Чистая ликвидная позиция ушла в минус	<p>Сокращение краткосрочных активов в пользу кредитного роста негативно сказалось на ликвидности: чистая ликвидная позиция стала отрицательной (-1 млрд руб.) на горизонте 6 месяцев, тогда как в 2010 г. она была на уровне +5,3 млрд руб. По нашему мнению, банк имеет высокую потребность в длинных источниках ликвидности: в этом году предстоит погасить долговые ценные бумаги (4 млрд руб.), субординированный долг (0,7 млрд руб.) и займы от международных институтов (1,9 млрд руб.). Мы ожидаем, что большая часть рефинансирования может быть осуществлена за счет рублевых облигаций, которые зарегистрированы в объеме 5,5 млрд руб.</p>
Снижение ставок по депозитам и снижение отчислений в резервы улучшили прибыльность	<p>Банк характеризуется низкой зависимостью от волатильных источников дохода, которая еще больше снизилась г./г. за счет концентрации работающих активов в кредитах. Увеличение процентного дохода (+8,9% г./г. до 5,4 млрд руб.) отстало от прироста кредитования, что было обусловлено снижением процентной ставки по кредитам на 1-2 п.п. (по корпоративным кредитам до 11,2%, по кредитам МСБ до 13,8%, по потребительским кредитам до 15,6% годовых).</p>

Снижение ставок по депозитам физлиц привело к уменьшению процентных расходов (на 12,4% г./г. до 2,3 млрд руб.), несмотря на прирост вкладов в абсолютном выражении. Чистая процентная маржа увеличилась г./г. на 0,5 п.п. до 7,2%. Снижение отчислений в резервы позволило компенсировать рост административных и прочих операционных расходов. В результате чистая прибыль составила рекордные за последние три года 0,9 млрд руб. (+270% г./г.).

Уровень капитала остался на комфортном уровне

Позитивным моментом является рост прибыльности темпами, близкими к динамике увеличения кредитного портфеля, вследствие чего коэффициент общей достаточности капитала (TCAR) снизился лишь на 1,6 п.п. г./г. до 18,2%. По нашим оценкам, выплата дивидендов (по результатам 2011 г. около 20% от прибыли) и погашение субординированного долга, при прочих равных условиях, приведет в 2012 г. к снижению TCAR на 2 п.п., но его уровень останется достаточно комфортным (16,2%). Показатель Н1 на 1 марта 2012 г. также находится на приемлемом уровне 13,08% (-1,5 п.п. г./г.). Мы считаем, что запланированный на 2012 г. прирост кредитного портфеля на 17% адекватен текущему уровню достаточности капитала.

Globaltrans расширяет парк

Новый контракт позволил выполнить план по инвестициям в расширение парка

Globaltrans (-/Ba3/-), один из крупнейших российских частных ж/д операторов, объявил о подписании контракта на приобретение 6 238 полувагонов и 1 000 цистерн, которые должны быть поставлены к концу июня. С учетом ранее подписанных соглашений с заводами-производителями, Globaltrans суммарно законтрактовал 9 988 вагонов, выполнив план по инвестициям в расширение парка на этот год (10 000 вагонов). По словам компании, приобретенные вагоны позволят заместить часть арендованных вагонов, снизить расходы по операционному лизингу и, соответственно, повысить рентабельность.

Компания не раскрывает стоимость сделки, но мы считаем, что цена на подвижной состав была в рамках текущих рыночных цен (по данным отраслевого издания "Промышленные Грузы" в марте-апреле цена на новый полувагон составляла 2,15-2,3 млн руб. без НДС, а на вторичном рынке колебалась от 2,1 до 2,35 млн руб.). Таким образом, затраты на покупку дополнительного парка могли составить 15,6 млрд руб. (около 530 млн долл.), что, с учетом заключенного контракта с Уралвагонзаводом, находится в рамках наших ожиданий по годовому объему инвестиций в размере 700 млн долл.

Напомним, что в начале марта НПК (основная операционная компания группы Globaltrans) разместила трехлетние рублевые облигации на сумму 10 млрд руб., а также привлекла кредит в Сбербанке на сумму 7,651 млрд руб. на срок до 29 марта 2017 г. Даже с учетом новых кредитных средств долговая нагрузка Globaltrans остается на приемлемом уровне (чистый долг/EBITDA менее 2,0x). Напомним, что на следующей неделе компания должна опубликовать свои финансовые результаты за 2011 г. по МСФО.

БО НПК имеют премию

Недавно размещенные НПК БО-1,2 (с рейтингом выпуска B1 от Moody's) котируются на 50 б.п. выше номинала, предлагая доходность YTM 10% к погашению в марте 2015 г., что соответствует премии к более длинным облигациям Евраз-2,4 (YTP 9,3-9,45% @ октябрь 2015 г., S&P: B+) в 50-70 б.п. Учитывая одинаковый уровень кредитных рейтингов выпусков эмитентов, мы считаем НПК БО-1,2 лучшей альтернативой бумагам Евраз. Кроме того, по нашей оценке, по кредитному качеству НПК превосходит Евраз, что обусловлено большей цикличностью бизнеса последнего.

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: на низком старте](#)

[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](#)

[Ликвидность из бюджета](#)

[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	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
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.