

Пульс рынка

- Позитивная макростатистика поддерживает высокий аппетит к риску.** Свежие данные по американской экономике подтверждают ее устойчивое восстановление. Число новых заявок на пособия по безработице вновь оказалось ниже консенсус-прогноза, что указывает на снижение безработицы. Инфляция цен производителей (в феврале 0,4%) может говорить о появлении инфляционных рисков. Это снижает вероятность дальнейшего стимулирования со стороны ФРС. На фоне отсутствия негатива из еврозоны это способствует притоку спекулятивного капитала в рискованные активы. Индексы акций завершили день умеренным ростом (+0,8%), доходности 10Y UST, откатившись от локального максимума, стабилизировались на уровне YTM 2,26%.
- Ставки денежного рынка ограничивают ценовой рост "корпоратов".** Мы отмечаем, что корпоративные бонды отстают от рынка ОФЗ, вернувшегося на ценовые уровни середины 2011 г., оправившись от осенней распродажи. Позитивная динамика ОФЗ сопровождалась расширением кредитных спредов, в частности, по корпоративным выпускам 1-го эшелона к ОФЗ он расширился с 40-50 б.п. до 115 б.п. Основные покупатели корпоративных бондов - банки, поэтому фактором, сдерживающим сжатие спредов, являются, в том числе, ставки междилерского о/п РЕПО (они сейчас на 1,5 п.п. выше, чем в 1П 2011 г.).

Спред ФСК11-ОФЗ 26206



Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Ставка о/п междилерского РЕПО



- Высокая ставка не умерила аппетит АЛРОСА.** Доходности по 9- и 12-месячным ЕСР составили, соответственно, 4,125% и 4,25% год., что, как мы отмечали в обзоре от 14 марта, предполагают заметную премию к рынку (~100 б.п.). Однако этих средств в объеме 1 млрд долл., несмотря на их дороговизну, видимо, оказалось недостаточно: компания дополнительно разместила 7-месячные бумаги на 260 млн долл. с доходностью 3,75% год., которая также предполагает, хоть и меньшую, но все же заметную премию к рынку. Как мы понимаем, компания предпочла полностью профинансировать обратный выкуп газовых активов у ВТБ за счет заемных средств, не используя собственные, как предполагалось ранее.
- Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.** Со слов А. Улюкаева, в марте ЦБ совершал только покупки валюты, причем их объем за месяц может быть схож с показателем февраля (2,6 млрд долл.). С начала марта, по нашим оценкам, ЦБ уже купил ~2 млрд долл., причем ~0,8-1,0 млрд долл. пришлось на 2-9 марта. Новая статистика ЦБ по международным резервам подтверждает нашу оценку ~200 млн долл. ежедневных покупок валюты в диапазоне 33,0-33,9 руб. по корзине. Факт сохранения прежних границ коридора, по словам А. Улюкаева (32,2-38,2 руб.), тогда как мы предполагали возможность их сдвига на 5 коп. вниз еще несколькими днями ранее, указывает на то, что из 200 млн долл. покупок в день, основной объем представляют целевые интервенции (не приводящие к сдвигу), и их величина, скорее всего, превышает зафиксированные в феврале 130 млн долл. Как бы то ни было, при продолжающемся укреплении рубля на фоне продаж экспортерами валюты под крупные налоговые платежи на следующей неделе, мы ожидаем смещения границ плавающего коридора к 32,15-38,15 руб. уже в ближайшие дни.

Темы выпуска

- Делать ставки на увеличение доли нерезидентов в ОФЗ еще рано**
- ТКС Банк: агрессивная экспансия не в ущерб качеству**

Делать ставки на увеличение доли нерезидентов в ОФЗ еще рано

Для нерезидентов рынок ОФЗ все еще закрыт...

Недавняя новость о том, что нерезиденты через клиринговый центр Clearstream получили возможность проведения сделок с ОФЗ, была воспринята СМИ и некоторыми участниками рынка как факт полного снятия инфраструктурных барьеров перед нерезидентами со всеми позитивными последствиями для рынка ОФЗ (сжатие спреда).

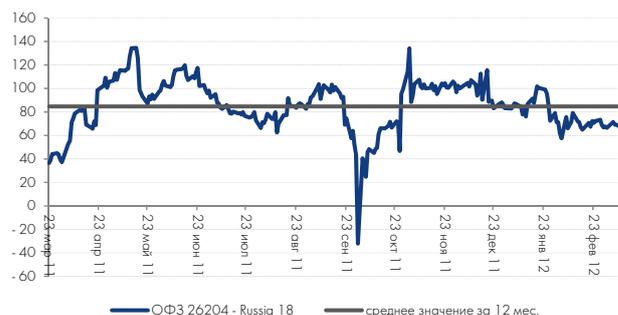
На самом деле с начала 2012 г., кроме возможности совершать внебиржевые сделки с ОФЗ, в инфраструктуре локального рынка ничего не изменилось, т.е. была отменена лишь необходимость для нерезидента открывать брокерский счет в России. Как и в начале года, так и сейчас иностранцы могут торговать ОФЗ либо используя депозитарный счет, открытый у локального депозитария, имеющего счет номинального держателя в НРД, либо через свой счет, открытый в иностранной юрисдикции, например в Clearstream или другом глобальном депозитарии. Принципиальное отличие этих двух вариантов состоит в том, что нерезидент, купивший ОФЗ через Clearstream, не становится собственником бумаги в терминах законодательства РФ (формальное право принадлежит Clearstream). Таким образом, в случае развития негативных событий (задержка в выплате купона, дефолт, реструктуризация и т.п.) все права владельца бумаг будут принадлежать исключительно Clearstream. При этом стоит отметить, что по российскому законодательству Clearstream владеет всеми бумагами своих клиентов и в случае судебных разбирательств или реструктуризаций должен будет представлять единую позицию по этим вопросам, а ведь мнения многочисленных клиентов по ним могут сильно различаться. Это обстоятельство для широкого круга нерезидентов является серьезным препятствием, чтобы согласиться на такую схему инвестирования.

С другой стороны, совершение сделок с ОФЗ через локальный депозитарный счет (например, открытый в "дочке" иностранного банка) имеет ряд технических неудобств в сравнении с Clearstream, которая позволяет торговать практически всеми инструментами с единого счета. В итоге сейчас рынок госбумаг РФ все еще остается закрытым для широкого круга иностранных инвесторов, чем заметно уступает другим развивающимся рынкам (Бразилии, Мексике).

...лишь летом ожидается снятие инфраструктурных барьеров.

Как ожидается, летом иностранные депозитарии смогут открывать в РФ счета номинального держателя, что позволит им предоставлять услуги хранения и клиринга российских ценных бумаг своим многочисленным клиентам. Таким образом, иностранные инвесторы смогут совершать сделки с ОФЗ через международные клиринговые центры, такие как Euroclear и Clearstream, без необходимости открывать счета в России и без рисков, связанных с реализацией прав собственности. Эти изменения приведут к существенному расширению круга иностранных инвесторов на рынке российских госбумаг и, как следствие, увеличению доли иностранных инвесторов на рынке ОФЗ с текущих 3-4% до уровня развивающихся стран (например, в Бразилии их доля составляет 11%). В итоге произойдет некоторое сокращение спреда между доходностью ОФЗ и доходностью рублевых еврооблигаций. Сейчас дисконт для ОФЗ составляет 70 б.п., в том числе из-за наличия инфраструктурных барьеров. Полностью же этот дисконт исчезнуть не может из-за различия юрисдикций, которые сильно влияют на величину лимитов (выпуск по английскому праву является более предпочтительным в сравнении с российской юрисдикцией). На наш взгляд, играть на повышение длинных ОФЗ в ожидании снятия инфраструктурных барьеров еще рано.

Спред ОФЗ 26204 - Russia 18



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

ТКС Банк: агрессивная экспансия не в ущерб качеству

Еще одно полугодие динамичного роста карточных кредитов

ТКС Банк (-/B2/B), динамично развивающийся розничный банк, представил финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., которую мы в целом оцениваем позитивно. Кредитный портфель, состоящий практически полностью из кредитных карт, за год удвоился (+107% до 709,7 млн долл.), заметно опередив среднерыночную динамику (по данным ЦБ, кредитный портфель российских банков в 2011 г. вырос на 28%). По нашим оценкам, чистая процентная маржа ТКС Банка в 2011 г. составила 43,5%, что на 4,7 п.п. выше, чем в 1П 2011 г. и на 9 п.п. - чем в 2010 г. Качество кредитного портфеля не претерпело существенных изменений: показатель NPL 90+ дней незначительно вырос с 3,3% в 2010 г. до 3,7%. Агрессивный рост кредитования не оказывает заметного негативного давления на уровень достаточности капитала (отношение Капитал/Активы выросло с 11,35% до 12,8% за 2П 2011 г., а показатель Н1 по-прежнему превышал 14%), что обусловлено высокой прибыльностью банка.

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Кредиты клиентам до резервов	710	593	+20%	710	342	+2,1x
Резервы под обесценение	46	37	+24%	46	25	+84%
Активы	915	717	+28%	915	405	+2,3x
NPL/Кредитный портфель	3,7%	2,8%	+0,9 п.п.	3,7%	3,3%	+0,4 п.п.
Собственный капитал	117	81	+44%	117	44	+2,7x
Выпущенные долговые бумаги	413	374	+10%	413	144	+2,9x
Депозиты	342	221	+55%	342	162	+2,1x
Капитал/Активы	12,9%	11,3%	+1,6 п.п.	12,9%	10,8%	+2,1 п.п.
В млн долл., если не указано иное				2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов				254	96	+2,6x
Чистый комиссионный доход				212	68	+3,1x
Операционные доходы				169	58	+2,9x
Расходы/доходы				47%	78%	-31 п.п.
Чистая прибыль				68	9	+7,5x
Чистая процентная маржа				43,5%	34,5%	+9 п.п.

Источник: отчетность ТКС Банка, оценки Райффайзенбанка

Доля на рынке увеличилась с 4% до 6% несмотря на высокую активность конкурентов

За отчетный период объем выданных карточных кредитов увеличился на 370 млн долл. (~10,7 млрд руб.), при этом доля ТКС Банка на рынке карточных кредитов выросла с 4% до 6%. Стоит отметить, что наиболее быструю экспансию на рынке продемонстрировал Сбербанк (его доля увеличилась с 11% до 17%), а доля Русского Стандарта сократилась с 22% до 16%. Напомним, что ТКС Банк привлекает основную часть клиентов (50-70% от общего прироста) посредством почтовой рассылки кредитных карт после предварительной оценки кредитного риска потенциального заемщика. Вторым каналом привлечения является Интернет (через сайт банка и контекстную рекламу). В этом году ТКС Банк планирует прирост портфеля на 98% при снижении его доходности с 67,8% до 61%.

Кредитный портфель пока сохраняет высокое качество

Несмотря на быстрый рост портфеля, кредитный риск удается сохранять на низком уровне, о чем свидетельствует как стабильное отношение показателя NPL к размеру портфеля, так и снижение объема списаний в сумме с продажей плохих кредитов в абсолютном выражении (на 3,6 млн долл. до 17,5 млн долл.). Отношение суммы NPL и продаж/списаний кредитов к размеру портфеля сократилось с 9,6% до 6,1%. В абсолютном выражении размер просроченной задолженности вырос на 65%, что уступает динамике прироста кредитов. К негативным факторам мы относим некоторое ослабление политики по резервированию: покрытие резервами показателя NPL сократилось с 215% до 177%.

Фондирование осуществляется в основном за счет выпуска ценных бумаг

Обязательства банка увеличились (+121% до 798 млн долл.) темпами, опережающими прирост кредитного портфеля, в основном за счет размещения долговых ценных бумаг, объем которых вырос на 188% до 413 млн долл. Во 2П 2011 г. ТКС Банк через свою материнскую структуру Egidaco Investments PLC Group в условиях низкого аппетита к риску на глобальных рынках разместил бонды номиналом 550 млн шведских крон (~79,5 млн долл.) со ставкой

купона 12,5%, с ценой размещения 95% от номинала и погашением в декабре 2013 г.

Приток средств клиентов (на 93% состоящих из депозитов физлиц) вырос на 108% до 361 млн долл. Наибольший прирост депозитов произошел в 4 кв. (+58%), что обусловлено как сезонностью, так и повышением процентных ставок, наблюдавшимся по всей банковской системе.

ТКС в лидерах рынка по размеру ЧПМ

В части прибыльности показатели ТКС Банка выглядят лучше большинства розничных банков. Так, его чистая процентная маржа составляет 43,5%, тогда как у БРС и ХКФБ - 18,9% и 22,6%, соответственно. Даже после создания резерва чистая процентная маржа ТКС превышает 36%. Увеличению маржи способствовал рост ставок по кредитным картам с 59,2% до 62,5% на фоне снижения стоимости средств клиентов с 12,4% до 11,1%, а также ставки по долговым инструментам с 20,1% до 18,7% годовых.

Высокая подушка ликвидности снижает краткосрочные риски рефинансирования

Запас денежных средств и их эквивалентов, составивший на отчетную дату 163 млн долл., полностью покрывает краткосрочные долговые обязательства. В следующие 12 месяцев банку предстоит пройти через оферту по выпуску БО-3 номиналом 1,5 млрд руб. в августе 2012 г.

Агрессивные темпы прироста кредитования создают потребности в быстром привлечении фондирования, которые проще всего удовлетворять с помощью оптовых источников ликвидности. Улучшение рыночной конъюнктуры, скорее всего, будет использоваться эмитентом для выхода на первичный рынок (зарегистрировано 4 выпуска на сумму 7 млрд руб.). Высокая процентная маржа позволяет эмитенту предоставлять премию к рынку.

Облигации эмитента интересны для покупки

В сегменте облигаций эмитентов с близким набором кредитных рейтингов бумаги ТКС Банка по-прежнему предлагают наибольшую доходность. В частности, доходность ТКС БО-3 составляет YTP13,3% @ август 2012 г., а ТКС БО-2 предлагает YTM13,4% @ ноябрь 2013 г. Мы считаем, что в сегменте высокодоходных облигаций бумаги ТКС Банка интересны с точки зрения соотношения риска и доходности и рекомендуем их к покупке.

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.