



29 мая 2015 г.

Мировые рынки

Бонды РФ выглядят хуже рынков GEM

Настроения на глобальных рынках вчера не претерпели существенных изменений: американские индексы закрылись с небольшим снижением, доходности 10-летних UST остались на уровне YTM 2,13%. Основной интерес представляют публикуемые сегодня данные по ВВП США за 1 кв. (консенсус -0,8% предполагает сильное ухудшение первоначальной оценки +0,2%), а также переговоры Греции с кредиторами (по предварительной информации, МВФ допускает Grexit и считает достижение соглашения в ближайшее время маловероятным). На фоне негативной динамики Brent (63 долл./барр.) коррекция в евробондах РФ усилилась: выпуски Russia 42, 43 подешевели на 1,5-1,7 п.п., G-спред к бразильским бондам расширился до 30 б.п.

Рынок корпоративных облигаций

Сбербанк: надеется обойтись без господомощи

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 1 кв. 2015 г., несмотря на заметное улучшение конъюнктуры финансовых рынков, оказались хуже 4 кв. 2014 г. Ухудшение произошло на уровне основного бизнеса: чистый процентный доход сократился на 27% кв./кв. до 200,3 млрд руб., в то время как объем кредитов и портфеля ценных бумаг, являющихся основными процентными активами, снизился всего на 2%. Процентная маржа упала на 1,7 п.п. до 3,7% (при этом стоимость риска возросла на 10 б.п. до 2,5%). В результате чистая прибыль составила 30,6 млрд руб. против 49 млрд руб. в 4 кв. 2014 г. Стоит отметить, что Сбербанк выглядит лучше, чем в целом вся банковская система, которая в 1 кв. сработала в убыток (~23 млрд руб.). Наша рекомендация от 27 марта покупать рублевый выпуск SBER 16 реализовалась: доходность снизилась с YTM 14,4% до YTM 12,6%. Мы считаем, что рублевые бумаги SBER 16 и RSHB 16 (YTM 13%) сохраняют потенциал для ценового роста, учитывая дальнейшее снижение ключевой ставки. Также с момента нашей рекомендации продемонстрировали ценовой рост и долларовые евробонды эмитента, спред к суверенной кривой сузился с 200-300 б.п. до 100-150 б.п. По нашему мнению, потенциал для опережающего ценового роста отсутствует (стоит напомнить о повышении стоимости валютного рефинансирования ЦБ).

Банк Санкт-Петербург: дорогие депозиты сказались на марже

Отчетность Банка Санкт-Петербург (-/B1/BB-) по МСФО за 1 кв. 2015 г. оказалась слабее результатов за 4 кв. 2014 г.: также как и у Сбербанка, чистая процентная маржа кв./кв. заметно сократилась (на 1,46 п.п. до 3,58%), что стало следствием дорогих депозитов, которые банк привлекал в конце прошлого - начале этого года. Также заметно выросла стоимость риска на 0,7 п.п. до 3%. Тем не менее, в отличие от всей банковской системы банку удалось избежать убытка (чистая прибыль составила 570 млн руб. против 690 млн руб. в 4 кв. 2014 г.). Благодаря позитивной динамике долговых рынков переоценка инвестиционных ценных бумаг позволила получить совокупную прибыль (то, что непосредственно влияет на капитал) в размере 1,6 млрд руб. Достаточность капитала 1-го уровня по МСФО составила 10,3% (+0,1 п.п. кв./кв.), по РСБУ - 9,5% (+1,1 п.п.), что соответствует комфортному уровню loss absorption в сравнении с другими крупными универсальными банками. Снижение показателя NPL 90+ с 14,4 млрд руб. до 12 млрд руб. (с 4,2% до 3,6% в отношении к портфелю) стало следствием списаний, произведенных в объеме 2,9 млрд руб. О стабилизации качества кредитного портфеля говорить пока преждевременно: объем кредитов на ранней стадии просрочки NPL 1-90 дней вырос на 55% до 1,87 млрд руб., при этом основной кредитный риск реализуется в корпоративном сегменте. Отметим, что резкое падение импорта, которое произошло в начале этого года, оказывает негативный эффект на МСБ (прежде всего, специализирующихся на торговле импортными товарами), что, по-видимому, и обуславливает ухудшение качества кредитных портфелей банков, специализирующихся на МСБ. Ухудшение качества заемщиков и высокие ставки по кредитам обусловили сокращение кредитования: объем портфеля уменьшился на 1,75% до 337,7 млрд руб. Тем не менее, менеджмент сохранил прогноз по росту кредитного портфеля на 10% в 2015 г. Учитывая возможность банка получить дополнительный относительно дешевый капитал от АСВ, который может быть направлен на выкуп "субордов" старого образца, мы рекомендуем покупать "старые" "суборды" STPETE 17, 18, которые имеют доходность > 10,5%.

Сбербанк: надеется обойтись без господомощи

Дорогие депозиты
сказались на
процентной марже ...

Опубликованные вчера результаты Сбербанка (-/Ba2/BBB-) по МСФО за 1 кв. 2015 г., несмотря на заметное улучшение конъюнктуры финансовых рынков, оказались хуже 4 кв. 2014 г. Ухудшение произошло на уровне основного бизнеса: чистый процентный доход сократился на 27% кв./кв. до 200,3 млрд руб., в то время как объем кредитов и портфеля ценных бумаг, являющихся основными процентными активами, снизился всего на 2%. Процентная маржа упала на 1,7 п.п. до 3,7% (при этом стоимость риска возросла на 10 б.п. до 2,5%). По-видимому, проявился ожидаемый эффект высоких ставок, по которым привлекались депозиты в период с конца декабря 2014 г. по март 2015 г. В целом стоит отметить, что банк подвержен процентному риску из-за того, что большая часть долговых активов имеет фиксированную ставку при этом по значительной части обязательств есть право на их досрочное востребование (депозиты физлиц занимают 43% обязательств). По словам менеджмента, банк не планирует снижать ставки по корпоративным кредитам вслед за снижением ключевой ставки, что, скорее всего, позволит нормализовать уровень чистой процентной маржи.

... и повышенные
отчисления в
резервы...

Также на повышенном уровне остались отчисления в резервы для покрытия плохих кредитов 115,3 млрд руб. (против 106 млрд руб. в 4 кв. 2014 г.). Чистый комиссионный доход упал кв./кв. на 23% до 69,5 млрд руб. В результате чистая прибыль составила 30,6 млрд руб. против 49 млрд руб. в 4 кв. 2014 г. Стоит отметить, что Сбербанк выглядит лучше, чем в целом вся банковская система, которая в 1 кв. сработала в убыток.

... были
компенсированы
положительной
переоценкой ценных
бумаг

Тем не менее, совокупный доход (который учитывает прибыль в размере 78,6 млрд руб. от переоценки инвестиционных ценных бумаг, имеющихся в наличии для продажи, с объемом на балансе 1,77 трлн руб.) в 1 кв. оказался относительно высоким (75,2 млрд руб. против убытка 6,5 млрд руб. в 4 кв. 2014 г.). Операции с финансовыми активами, подверженными рыночному риску (торговые ценные бумаги, валютные операции, производные инструменты), принесли прибыль в размере 106,4 млрд руб., что стало следствием ценового роста рублевых облигаций (вслед за снижением ключевой ставки ЦБ) и евробондов (позитивная динамика цен на нефть и дешевое валютное фондирование от ЦБ).

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	24 245,9	25 200,8	-4%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	18 312,3	18 626,1	-2%
розничные	4 761,1	4 847,3	-2%
корпоративные	13 551,2	13 778,8	-2%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,9%	3,2%	+0,7 п.п.
Депозиты клиентов	11 951,6	11 828,1	+1%
Текущие счета клиентов	3 809,6	3 705,9	+3%
Собственный капитал	2 096,9	2 020,1	+4%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,7%	12,1%	+0,6 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	200,3	274,6	-27%
Чистый комиссионный доход	69,5	90,0	-23%
Операционные доходы	189,6	234,1	-19%
Чистая прибыль	30,6	49,0	-38%
Чистая процентная маржа	3,7%	5,4%	-1,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Для
рефинансирования
внешнего долга
компаний участие
банка не
потребовалось

Кредитный портфель в 1 кв. уменьшился на 1,7% до 18,3 трлн руб., при этом объем рублевых и долларовых кредитов снизился на 2,6% и 2,9% до 11,14 трлн руб. и 69,3 млрд долл., соответственно. Такая динамика в условиях высоких выплат компаний по внешнему долгу свидетельствует о том, что большинству из них удается часть долга погашать за счет собственных средств, а остаток (примерно половину) - рефинансировать на внешних рынках (это подтверждается и данными по всей системе). В ожидании снижения ключевой ставки

корпоративные заемщики предъявляли низкий спрос на рублевые кредиты (во 2 кв. ситуация, судя по всему, изменится).

Из-за сильного ухудшения качества необеспеченных кредитов физлицам в целом по системе Сбербанк заметно сократил выдачу новых потребительских кредитов (их объем уменьшился на 7,3%). Прирост сохранился в ипотечном кредитовании (+2,3%).

В этом году менеджмент не ожидает высоких темпов роста корпоративных кредитов (более чем на 10%) из-за отсутствия спроса со стороны высококачественных заемщиков.

**NPL 90+ продолжает
рост**

Просрочка и показатель NPL 90+ увеличились, соответственно, на 21% и 18% до 1,32 трлн руб. и 707 млрд руб., свидетельствуя о том, что кредитные риски продолжают реализовываться на фоне экономического спада, и говорить о стабилизации качества пока рано. Позитивным моментом является небольшой объем списаний (16 млрд руб. против 70,2 млрд руб. в 4 кв.) и умеренный прирост (на 2,7% против +30% в 4 кв.) объема кредитов, условия по которым были пересмотрены. Помимо украинского риска, основное беспокойство у менеджмента вызывают ухудшение качества кредитов субфедеральным образованиям.

**Задолженность перед
ЦБ заметно снизилась**

В 1 кв. 2015 г. портфель ценных бумаг (из которых 73% - инвестиционный портфель) увеличился на 57 млрд руб. до 2,29 трлн руб., при этом лишь 16% ценных бумаг было заложено в РЕПО (против 52% в конце 2014 г.). Снизить задолженность перед ЦБ (на 1,13 трлн руб.) удалось за счет притока средств клиентов в конце прошлого-начале этого года. Существенного прироста позиции в евробондах РФ не произошло, несмотря на наличие доступа к дешевому валютному фондированию ЦБ (валютная задолженность перед банками сократилась за 1 кв. с 8,8 млрд долл. до 1,3 млрд долл.).

**Банк рассчитывает
обойтись без
докапитализации за
счет госсредств**

Увеличение прибыльности (на уровне совокупного дохода) и сокращение RWA (на 2,5%) привели к увеличению капитализации банка (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 на основе МСФО поднялась на 0,4 п.п. до 9%), однако она остается все еще ниже 3 кв. 2014 г., что обуславливает консервативную политику кредитования. Отметим, что показатель H1.2 (достаточность капитала 1-го уровня по Базель 3 по РСБУ) находится на комфортном уровне 8,89% на 1 мая 2015 г.

Сбербанк не планирует использование государственной помощи для докапитализации: возможно, слишком высоки косвенные издержки, которые могут возникнуть при выполнении условий получения этой помощи, например, прирост кредитования на 12% ежегодно в условиях экономического спада может привести к накоплению большого NPL. В случае необходимости может быть осуществлена конвертация субординированного депозита от ЦБ в объеме 500 млрд руб. в капитал 1-го уровня (это увеличит H1.2 на 1-2 п.п.).

Наша рекомендация от 27 марта покупать рублевый выпуск SBER 16 реализовалась: доходность снизилась с YTM 14,4% до YTM 12,6%. Мы считаем, что рублевые бумаги SBER 16 и RSHB 16 (YTM 13%) сохраняют потенциал для ценового роста, учитывая дальнейшее снижение ключевой ставки.

Также с момента нашей рекомендации продемонстрировали ценовой рост и долларовые евробонды эмитента, спред к суверенной кривой сузился с 200-300 б.п. до 100-150 б.п. По нашему мнению, потенциал для опережающего ценового роста отсутствует (стоит напомнить о повышении стоимости валютного рефинансирования ЦБ).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

ЦБ включает антикризисные механизмы



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.