

Пульс рынка

- ▶ **По рисковым активам ударили массивные распродажи.** Выжидательная/бездейственная позиция европейских лидеров на фоне растущего кома проблем как в банковской, так и в политической системе создают впечатление, что ситуация в еврозоне выходит из-под контроля. Решительный отказ ЕЦБ участвовать в схеме докапитализации банков Испании усиливает риски неопределенности во всей еврозоне. Вновь всплыл греческий вопрос: результаты последних социальных опросов свидетельствуют о преобладании голосов против получения помощи в обмен на меры экономии. Итоги аукционов по размещению 5- и 10-летних облигаций Италии оказались слабыми: разместить удалось лишь 5,7 млрд евро из предложенных 6,25 млрд евро, при этом для 10-летних облигаций (доходность которых превысила YTM 6,0%) премия ко вторичному рынку составила 10 б.п. Также негативное влияние на настроения инвесторов оказали слабые данные по американскому рынку недвижимости: значение индекса незавершенных сделок по продаже жилья составило 95,5, в то время как ожидалось 101,1. В результате бегство в качество усилилось: индексы акций просели на 1,5-2%. Рост недоверия к банковской системе привел к сильному притоку капитала в безрисковые активы: доходности 2-летних BUNDS опустились до нуля, 10-летние UST потеряли в доходности 10 б.п. до YTM 1,62% (что является минимумом с 1946 г.). Евро подешевел до 1,235 долл., что согласуется с нашей рекомендацией от 24 мая продавать евро против доллара на уровне 1,257 долл. с целью 1,20 долл.
- ▶ **Дешевеющая нефть оставляет мало шансов рублевому рынку.** Обострение кризиса в Европе ухудшает ожидания в отношении роста мировой экономики, что оказывает негативное влияние на сырьевые рынки. В частности, вчера котировки нефти Brent упали на 3 долл. до 103 долл./барр. При такой динамике нефти, которая служит главной переменной для российского рынка, последовавшее заметное ослабление рубля выглядело закономерным: стоимость бивалютной корзины выросла на 68 копеек до 36,51 руб., преодолев очередной уровень ЦБ (36,48 руб.). По нашим оценкам, следующий уровень сопротивления ЦБ находится на отметке 37,32 руб., при приближении к которому интервенции могут удваиваться (до 200-250 млн долл. ежедневно). Цены рублевых облигаций находятся под влиянием завершения месяца. Учитывая усиление напряженности на денежном рынке (ставки междилерского о/п РЕПО находятся вблизи фиксированных ставок по РЕПО ЦБ), с началом нового месяца можно ожидать заметного снижения цен в рублевых облигациях.
- ▶ **Посленалоговое восстановление ликвидности не позволяет избежать роста ставок.** Несмотря на продолжающийся приток госсредств (до 70 млрд руб. в день) и достаточно широкие лимиты ЦБ (вчера банки взяли только 378 млрд руб. из лимита о/п РЕПО 460 млрд руб.), ставки денежного рынка продолжают расти (средняя о/п ставка МБК - 6,6%). Давление на ставки усилится за счет событий на валютном рынке, где рубль продолжает ослабевать ускоряющимися темпами под натиском растущего неприятия к риску.
- ▶ **Минфин лоббирует налог на еврооблигации.** В ближайшее время планируется принять законопроект, который освободит от налогообложения процентных выплат по еврооблигациям, выпущенных с 1 января 2007 г. до 1 января 2013 г. Минфин настаивает на том, чтобы после этого срока амнистии налог на купоны по облигациям все-таки взимался, ссылаясь на существующую практику по банковским кредитам (проценты по которым подлежат налогообложению). Предполагается, что в течение срока амнистии будет найден компромисс позиций ведомства и участников рынка. Пока непонятна возможность для идентификации резидентства держателя облигаций, с которого необходимо, по мнению Минфина, удерживать налог.

Темы выпуска

- ▶ **Сбербанк: рост кредитования за счет ЦБ РФ**
-

Сбербанк: рост кредитования за счет ЦБ РФ

Неоднозначное
начало года

Сбербанк (-/Ваа1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые произвели на нас неоднозначное впечатление. Совокупный кредитный портфель в 1 кв. увеличился на 6% кв./кв. до 8,9 трлн руб., что существенно опережает показатели по всей банковской системе (за первые три месяца 2012 г., по данным ЦБ, прирост составил 1,5%). Таким образом, Сбербанк продолжает наращивать свою долю на рынке. Показатель NPL 90+ увеличился в абсолютном выражении (с 407 млрд руб. до 431 млрд руб.) при снижении в относительном - с 4,9% до 4,8%. Среди негативных факторов мы отмечаем снижение чистой процентной маржи кв./кв. (на 0,7 п.п. до 6,0%, уровня 1 кв. 2011 г.), а также продолжающееся ухудшение ликвидной позиции.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	11 642	10 835	+7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	8 897	8 382	+6%
розничные	2 058	1 805	+14%
корпоративные	6 839	6 577	+4%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,8%	4,9%	-0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	373	269	+39%
Депозиты клиентов	5 837	5 483	+6%
Текущие счета клиентов	2 419	2 449	-1%
Собственный капитал	1 377	1 268	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,4%	15,2%	+0,2 п.п.
ROE	27,9%	28,0%	-0,1 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	156	159	-2%
Чистый комиссионный доход	36	41	-12%
Операционные доходы до резервов	208	201	+3%
Расходы/доходы	46,3%	54,0%	-7,7 п.п.
Чистая прибыль	92	60	+53%
Чистая процентная маржа	6,0%	6,7%	-0,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Розница - основной
фактор роста

Наибольшие темпы роста продемонстрировали розничные кредиты (+14% кв./кв. до 2 трлн руб.), в частности потребительское кредитование (+16% кв./кв. до 1 097 млрд руб.), а также жилищное кредитование физлиц (+12% до 871,6 млрд руб.). Банк нарастил коммерческое кредитование юрлиц, на долю которого приходится 47% всего портфеля, на 5% кв./кв. до 4,2 трлн руб. Доля кредитов юрлицам в портфеле немного снизилась (на 1,3 п.п.) до 77%.

Снижение нормы
резервирования...

Рост портфеля сопровождался незначительным снижением NPL 90+ в розничном сегменте (с 3% до 2,8%) и небольшим увеличением в корпоративном (с 5,35% до 5,46%). Норма резервирования по кредитному портфелю продолжила уменьшаться - с 7,9% до 7,3% (из резервов было восстановлено 3,2 млрд руб.), что привело к сокращению покрытия резервами показателя NPL 90+ до 150%. Важно отметить, что снижение NPL произошло, в том числе, по причине произведенных в 1 кв. списаний/продажи плохих кредитов на сумму 5,5 млрд руб.

... несмотря на
появление некоторых
признаков ухудшения
качества портфеля

Косвенным признаком ухудшения качества кредитного портфеля является рост объема кредитов, условия по которым были пересмотрены, на 19% кв./кв. до 1,2 трлн руб., при этом основная часть повышения была отмечена в корпоративном сегменте. Потенциально в этот объем могут входить реструктурированные кредиты, по которым заемщики не могли своевременно исполнять свои обязательства. Просроченные кредиты, условия по которым были пересмотрены, достигли 208 млрд руб. (+51,5% кв./кв.), или 2,3% (+0,7 п.п.) от всего кредитного портфеля. В связи с этим размер формируемого резерва не выглядит избыточным.

	<p>Портфель ценных бумаг на балансе Сбербанка за 1 кв. 2012 г. сократился на 2% до 1,6 трлн руб., главным образом, за счет снижения позиции в ОФЗ (на 5% до 677 млрд руб.), при этом позиция в корпоративных облигациях продолжила расти (на 5% до 542 млрд руб.). Структура портфеля ценных бумаг не претерпела существенных изменений: наибольшую долю (42%) в нем по-прежнему занимают ОФЗ.</p>
<p>38% всех ценных бумаг находится в РЕПО</p>	<p>В 1 кв. 2012 г. Сбербанк увеличил объем бумаг в залоге по договорам РЕПО на 38% до 416 млрд руб. (~26% всего портфеля), что, вероятно, стало следствием увеличения дефицита ликвидности. Задолженность по РЕПО - один из факторов увеличения общей задолженности перед ЦБ (почти в 2,5 раза до 652,4 млрд руб., не считая субординированный заем).</p>
<p>Кредитование вновь опередило по темпам прирост клиентских средств</p>	<p>Притока средств клиентов (физлиц и юрлиц), составившего за квартал 323,8 млрд руб., также как и в предыдущем квартале оказалось недостаточно для финансирования прироста кредитования (+524 млрд руб. кв./кв.). Возникший дисбаланс был компенсирован за счет привлечения МБК (включая ЦБ) в объеме 388,7 млрд руб., что, кстати говоря, по нашему мнению, является одним из факторов сохранения напряженности на денежном рынке. Из общей задолженности перед банками (821,1 млрд руб.) на долю ЦБ РФ приходится порядка 80%. Почти 9% всех обязательств привлечено у ЦБ РФ.</p>
<p>Восстановление резервов поддержало чистую прибыль</p>	<p>Отношение Кредиты/Депозиты продолжило расти, составив 1,07х (против 1,06х в 4 кв. 2011 г.). По мнению менеджмента, такое значение не является вполне комфортным, что, по-видимому, стало причиной повышения ставок по депозитам для стимулирования притока средств населения в конце прошлого - начале этого года.</p> <p>Несмотря на рост кредитования, чистый процентный доход сократился почти на 2% кв./кв. до 156,3 млрд руб., что было обусловлено снижением средней процентной ставки по активам (на 0,3 п.п. до 9,6%) при одновременном повышении стоимости фондирования (на 0,4% до 3,9%). Менеджмент банка планирует удерживать чистую процентную маржу выше 6,0%.</p>
<p>Достаточность капитала на комфортном уровне</p>	<p>Чистый комиссионный доход снизился на 12% кв. /кв. до 35,8 млрд руб. по причине падения комиссий от операций с пластиковыми картами и расчетно-кассового обслуживания. Падение, скорее всего, объясняется сезонным фактором, а также введением online систем для расчетов. Рост общей операционной прибыли (на 3% кв./кв. до 207,7 млрд руб.) обусловленный волатильными источниками дохода (торговые ценные бумаги), а также восстановление резервов (3,2 млрд руб., против создания в размере 15,6 млрд руб. в предыдущем квартале) привели к росту чистой прибыли (на 53% кв./кв. до 92,2 млрд руб.).</p>
<p>Высокая потребность в длинных источниках ликвидности</p>	<p>Объем активов, взвешенных по риску, рос более умеренными темпами, чем прирост кредитования (+5% против +6%) из-за небольшого сокращения портфеля ценных бумаг. Коэффициент общей достаточности капитала увеличился на 0,2 п.п. до 15,4% благодаря положительной переоценке инвестиционных ценных бумаг и повышению нераспределенной прибыли (+10,5%). На 1 мая показатель Н1 составил 14,7% (на 1 января 2012 г. - 15,2%). Вероятное приобретение Denizbank может оказать давление на уровень достаточности капитала, по нашим оценкам, в пределах 1-1,5 п.п. (исходя из озвученных в СМИ параметров сделки), что не является критичным. Достаточность капитала 1-го уровня составляет 11,8%.</p>
<p>Нейтральный взгляд на бумаги эмитента</p>	<p>Мы отмечаем продолжающееся ухудшение ликвидной позиции банка: разрыв ликвидности на горизонте 6 месяцев увеличился на 227,3 млрд руб. до 722,8 млрд руб., что связано как с приближением срока погашения большей части клиентских депозитов, так и с привлечением краткосрочных средств (МБК и РЕПО) для финансирования длинных активов (новых кредитов). С другой стороны, значительный объем денежных средств на балансе (922,2 млрд руб., что на 47% выше, чем в предыдущем квартале) позволяет рефинансировать обращающиеся выпуски долговых ценных бумаг (в течение 12 месяцев после отчетной даты предстоит погасить 134 млрд руб.) в случае полного закрытия рынков капитала.</p>
<p>Ухудшение рыночной конъюнктуры привело к расширению спреда Сбербанка над суверенной кривой на 5-10 б.п. Так, спред SBER 22 - Russia 22 сейчас составляет 150 б.п., что на 10 б.п. шире, чем в середине апреля. В условиях текущей волатильности внешнего фона мы нейтрально относимся к выпускам эмитента.</p>	

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

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

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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	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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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.