

Пульс рынка

- **Макроданные США и Китая оказались неожиданно позитивными.** Финансовые рынки продолжают находиться в зоне высокой волатильности на фоне неопределенности в еврозоне, связанной, прежде всего, с президентскими выборами во Франции и углублением рецессии в Испании. Позитивными для рынков стали данные за апрель по обрабатывающему сектору США (индекс ISM Mfg вышел на уровне 54,8, в то время как консенсус-прогноз составлял 53). Улучшение ситуации в обрабатывающей промышленности произошло, в том числе, за счет повышения экспортных заказов (несмотря на рецессию в Европе и замедление экономики Китая) на фоне снижения объема складских запасов. Негативным фактором остается отсутствие ценового роста на промтовары. Данные по сектору обрабатывающей промышленности Китая также вышли заметно лучше ожиданий, продемонстрировав максимальные темпы роста за год. Последние данные из Китая на фоне все еще повышенных инфляционных рисков снижают вероятность дополнительных мер стимулирования экономического роста. Судя по рынку UST (рост доходностей 10Y UST составил лишь 5 б.п. до YTM 1,98%), сейчас реакция рынков на позитивные новости может оказаться более слабой, чем на негативные сигналы, которые могут прийти как из еврозоны (сегодня ожидается публикация индексов деловой активности), так и из США (сегодня будут опубликованы отчет по рынку труда).
- **Russia 42 опережает, а Russia 28 отстает от рынка.** На фоне стабильно высоких цен на нефть интерес на недавно размещенные 30-летние бумаги РФ продолжает двигать цены вверх: котировки превысили 106,5% от номинала (+9 п.п. от цены размещения), при этом их спред к кривой UST сузился до 200 б.п. Также рост котировок демонстрируют бонды Russia 22 (G-спред равен 200 б.п.). Премия к бондам Бразилии (для которых G-спред составляет 150 б.п.) сократилась до 50 б.п. Стоит отметить, что Russia 28 (YTM 5,18%/DTM 8,9 года) сильно выбиваются из кривой доходностей новых бумаг РФ (в координатах дюрации и доходности), котируясь с G-спредом более 280 б.п. Премия 80 б.п. за более низкую ликвидность бумаг выглядит, по нашему мнению, избыточной. Новостью с первичного рынка стало начало road-show еврооблигаций АФК Система.
- **Без распродаж, несмотря на дорогую ликвидность.** Дефицит рублевой ликвидности, образовавшийся вследствие как налоговых платежей, так и увеличения объема наличных денег в связи с майскими праздниками, продолжает удерживать ставки денежного рынка на локальных максимумах: ставки о/п междилерского РЕПО составляют ~6,5% годовых. Тем не менее, фактор завершения месяца позволил рынку облигаций избежать распродажи. Кроме того, поддержку оказывает стабильный валютный рынок: корзина удерживается на уровне 33,65 руб.

Темы выпуска

- РСХБ: с государственной поддержкой на уровне капитала

РСХБ: с государственной поддержкой на уровне капитала

Достаточность капитала на высоте

РСХБ (-/Baа1/BBB), 4-й по величине активов российский банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2011 г., которые произвели на нас умеренно позитивное впечатление. Во 2П 2011 г. кредитный портфель продолжил рост при снижении чистой процентной маржи (по нашим оценкам, на 0,7 п.п. до 5,0%, в 2010 г. - 6,2%). Позитивным моментом стало увеличение уставного капитала на 37% (40 млрд руб.) за счет госсредств (Росимущества). На 1 января 2012 г. показатель Н1 находился на комфортном уровне 17,13%.

Ключевые финансовые показатели РСХБ

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы, в т.ч.	1 284,4	1 072,7	+20%	1 284,4	930,8	+38%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	979,6	868,7	+13%	979,6	745,6	+31%
розничные	147,4	108,9	+35%	147,4	85,0	+73%
корпоративные	832,2	759,8	+9%	832,2	660,5	+26%
NPL 90+/Кредитный портфель	8,2%	н/д	-	7,3%	7,6%	-0,3 п.п.
Вложения в ценные бумаги	144,8	102,0	+42%	144,8	79,7	+82%
Депозиты клиентов	52,7	н/д	-	52,7	313,6	+66%
Кредиты/Депозиты	1,7x	н/д	-	1,7x	2,2x	-
Собственный капитал	156,8	117,8	+33%	156,8	117,6	+33%
Коэффициент достаточности капитала Н1 (по РСБУ)	17,13%	17,63%	-0,5 п.п.	17,13%	18,88%	-1,7 п.п.
В млрд руб., если не указано иное				2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов				53,6	51,6	+4%
Чистый комиссионный доход				4,2	2,8	+49%
Операционные доходы				29,5	24,3	+21%
Расходы/доходы				98,8%	97,0%	+1,8 п.п.
Чистая прибыль				0,06	0,4	-6,4x
Чистая процентная маржа				5,0%	6,2%	-1,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Умеренный прирост кредитования ...

По темпам роста кредитного портфеля РСХБ (+31% г./г. до 979,6 млрд руб.) немного отстал от Сбербанка (+35% г./г.) и Газпромбанка (+34% г./г.). Опережающий рост продемонстрировал розничный сегмент (в основном, кредитование фермеров) (+73,4% г./г. и 35,4% п./п. до 147,4 млрд руб.). При этом мы отмечаем, что доля кредитов корпоративным клиентам из сельского хозяйства снизилась за год с 63% до 55%.

.. не в ущерб кредитному качеству портфеля

За год качество кредитного портфеля не претерпело изменений: показатель NPL 90+ увеличился в абсолютном выражении на 26,5% до 71,5 млрд руб., но почти не изменился в отношении к портфелю, составив 7,3%. Норма резервирования за год снизилась с 8% до 7,8%, при этом покрытие NPL 90+ увеличилось до 106%. Негативным моментом можно считать увеличение объема кредитов, оценка состояния которых осуществляется на индивидуальной основе, на 42,2% до 207,2 млрд руб. (или 21% всего портфеля).

Увеличение позиции в ценных бумагах

Во 2П 2011 г. позиция в ценных бумагах и производных финансовых инструментах выросла на 42% до 145 млрд руб., в основном, за счет увеличения валютных деривативов (свопы и форвардные контракты) и инвестиционного портфеля ценных бумаг. Порядка 66% (или 26 млрд руб.) всех выданных МБК занимает депозит в одном иностранном банке с рейтингом S&P:A+.

Госфондирование обусловило основной приток клиентских средств

Приток клиентских средств, занимающих 54% во всех обязательствах, составил 57% г./г. (или 221 млрд руб.) и в абсолютном выражении оказался почти на одном уровне с приростом кредитования (234 млрд руб.), что свидетельствует о сбалансированном росте. Основной вклад в увеличение клиентских средств внесли организации, контролируемые государством (с 90 млрд руб. в 2010 г. до 225 млрд руб.), при этом доля госфондирования в клиентских средствах выросла на 14 п.п. до 37%, а в общем объеме обязательств составила 22%. Средства физлиц за год увеличились лишь на 18% до 151 млрд руб. (~25% всех средств клиентов).

**Активно
используются оптовые
источники ликвидности**

РСХБ продолжает активно использовать оптовые источники фондирования (прежде всего, облигации и бонды), общий объем которых за год увеличился на треть до 420 млрд руб. (~37% обязательств). После отчетной даты, в феврале, РСХБ разместил 1,5-годовые облигации номиналом 10 млрд руб. с купоном 8,2% годовых, в апреле - 3-летние облигации номиналом 10 млрд руб. с купоном 8,55%. Также в феврале РСХБ разместил 5-летние рублевые евробонды в объеме 10 млрд руб. с купоном 8,625% годовых.

**Прибыль ушла в
резервы и
административные
расходы**

Процентные доходы за год увеличились лишь на 8%, заметно отстав как от прироста кредитного портфеля (+54%), так и от процентных расходов (+12%). Также негативное влияние на прибыльность оказывает избыточная ликвидная позиция банка, о чем свидетельствует увеличение денежных средств на 65% до 134 млрд руб. Почти половина чистого процентного дохода ушла на формирование резервов, а оставшая часть - на административные расходы (+24% г./г.). В итоге чистая прибыль за год составила символические 58 млн руб. На наш взгляд, нулевая прибыль не является негативным фактором для кредитного профиля государственного банка, одна из основных функций которого состоит в поддержке сельского хозяйства.

**Бонд RSHB 17
выглядит
недооцененным**

Кривая валютных еврооблигаций РСХБ располагается с премией в размере 50 б.п. к Сбербанку, что представляется нам справедливой оценкой кредитного качества. Размещенные в начале этого года рублевые еврооблигации RSHB 17 (YTM 8,5-8,6%, или 136 б.п. к ОФЗ) выглядят недооцененными в сравнении с другими рублевыми выпусками эмитента, в частности, бумаги RSHB 16 котируются с YTM 7,9-8,0% (+100 б.п. к кривой ОФЗ).

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

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: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

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.