

18 апреля 2012 г.

Пульс рынка

- **Порция позитива от МВФ.** В разгар очередной волны пессимизма по поводу европейского долгового кризиса МВФ повысил свой прогноз роста мировой экономики в 2012 г. с 3,3% до 3,5%, что позволило почти всем мировым индексам акций вырасти на 1-2%. Испания вчера смогла привлечь 3,18 млрд евро, разместив 12- и 18-месячные бумаги, ставка по которым составила 2,623% годовых и 3,11% годовых, соответственно. Тем не менее, несмотря на то, что инвесторы достаточно позитивно оценили результаты аукциона, доходности по этим бондам в сравнении с предыдущим размещением (20 марта) выросли почти в два раза. Сегодня мы ждем выхода февральских данных об уровне NPL банковского сектора Испании. Напомним, что по итогам января этого года NPL составлял 7,91% (~271 млрд евро), что является максимальным значением с 1994 г.
- **Ликвидность восстанавливается в перерыве между налогами, что не отменяет спрос на РЕПО с ЦБ.** Первые в этом месяце платежи (страховые взносы во внебюджетные фонды) привели к сокращению ликвидности на ~120 млрд руб. Поскольку следующие платежи (НДС, ~180 млрд руб.), скорее всего, пройдут только 19-20 апреля, нового оттока средств, как мы полагаем, следует ожидать не раньше четверга, а пока пополнение ликвидности из бюджета и от интервенций ЦБ продолжится. Так, вчера, по нашим расчетам, в систему уже поступило 40 млрд руб. (рост остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ до 842 млрд руб.). Объем о/п РЕПО держится на уровне 220 млрд руб., а по недельным сделкам банки вчера привлекли 372 млрд руб., что означает пролонгацию аналогичных 73 млрд руб. и 3-мес. РЕПО на 125 млрд руб. к погашению сегодня. Поскольку мы оцениваем нетто-отток, связанный с налогами и предпраздничным ростом наличности в обращении в ~300-400 млрд руб. (до конца апреля), повышательное давление на ставки о/п сохранится, что может привести к их росту до 6%. Уплата налогов уже сопровождается активизацией продаж валюты экспортерами, что способствует умеренному укреплению рубля, которое может продолжиться до конца налогового периода.
- **Улучшение внешнего фона поддержит спрос на 7-летние ОФЗ.** Ориентир по доразмещаемому на сегодняшнем аукционе выпуску ОФЗ 26208 в объеме 35 млрд руб. был озвучен в пределах УТМ 7,73-7,78%, что не предполагает никакой премии ко вторичному рынку (судя по последним сделкам). Улучшение внешнего фона вкупе с периодом налоговых платежей оказывает поддержку рублю, что повышает спекулятивный интерес к длинным выпускам ОФЗ. Мы считаем, что при текущей повышенной волатильности внешних рынков длинные бумаги несут в себе слишком высокий риск ценовой коррекции, хотя мы и не исключаем, что участники предъявят спрос на весь предлагаемый объем.
- **Ориентир по новым РенКап БО-2 не исключает альтернатив.** КБ Ренессанс Капитал (В/В2/В) объявил ориентир по новому 2-летнему выпуску номиналом 4 млрд руб. в пределах УТР 12,63 - 13,16%. На вторичном рынке в озвученном диапазоне котируются выпуски ТКС Банка (-/В2/В), который по ряду параметров, на наш взгляд, выглядит даже несколько лучше (в частности, у него выше достаточность капитала и чистая процентная маржа). Кроме того, вчера закрылась книга заявок по годовому выпуску ТКС БО-4 номиналом 1,5 млрд руб., ставка купона по которому составила 13,25% годовых, что на 25 б.п. ниже границ первоначальных ориентиров.
- **Евраз разместил 5-летние евробонды.** Ставка купона по 5-летним евробондам Евраза (В+/Ва3/ВВ-) в объеме 600 млн долл. была установлена на уровне 7,4% годовых, что предполагает G-спред в размере 650 б.п. Судя по находящемуся в обращении выпуску Evraz 18 (УТМ 7,5% @ апрель 2018 г.), который имеет G-спред на уровне 640 б.п., новые более короткие бумаги предполагают премию 10 б.п., которая, по нашему мнению, оправдана, учитывая высокий объем первичного предложения со стороны российских эмитентов. В частности, вчера также НОМОС Банк (-/Ва3/ВВ) объявил о выпуске субординированных евробондов с погашением через 7-10 лет. ПСБ (-/Ва2/ВВ-) планирует разместить 5-летние бонды в долларах со ставкой купона 8,625% годовых (G-спред: 774 б.п.).

Темы выпуска

- **Альфа-банк: снижение ликвидности не повлияло на качество**

Альфа-банк: снижение ликвидности не повлияло на качество

Альфа-Банк (BB/Ba1/BB+), 7-й по величине активов российский банк (по данным Интерфакса), опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2011 г., которые подтверждают высокое кредитное качество эмитента.

Ключевые финансовые показатели Альфа-банка

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы, в т.ч.	31 365	31 490	0%	31 365	28 478	+10%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	23 172	21 429	+8%	23 172	18 175	+27%
розничные	2 755	2 760	0%	2 755	2 286	+20%
корпоративные	20 417	18 669	+9%	20 417	15 889	+28%
NPL 1+/Кредитный портфель	2,6%	4,7%	-2,1 п.п.	2,6%	4,7%	-2,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	4 619	4 864	-5%	4 619	4 107	+12%
Депозиты клиентов	10 175	10 533	-3%	10 175	10 381	-2%
Собственный капитал	3 435	3 482	-1%	3 435	3 079	+12%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,7%	17,6%	-0,9 п.п.	16,7%	18,2%	-1,5 п.п.
ROAE	19,7%	16,8%	+2,9 п.п.	19,7%	19,1%	+0,6 п.п.

В млн долл., если не указано иное	2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов	1 414	1 307	+8%
Чистый комиссионный доход	455	317	+43%
Операционные доходы	1 739	1 542	+13%
Расходы/доходы	51,6%	44,3%	+7,3 п.п.
Чистая прибыль	641	553	+16%
Чистая процентная маржа	5,1%	6,0%	-0,9 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Снижение темпа роста портфеля в долларовом выражении связано с обесценением рубля

Рост кредитного портфеля во 2П 2011 г. в долларовом выражении заметно замедлился из-за эффекта обесценения рубля, составив всего лишь 8,1% п./п. до 23,2 млрд долл. (в то время как в 1П 2011 г. он вырос на 18%). В рублевом выражении рост портфеля, по нашим оценкам, превысил 19% п./п. Темпы роста общего портфеля банка в рублевом выражении сопоставимы с крупнейшими госбанками.

Объем розничного кредитования не претерпел изменений, оставшись на уровне 2,76 млрд долл., при этом сегмент кредитных карт и кредитов наличными (являющийся приоритетным для банка в развитии розничного кредитования) увеличился на 22% п./п. до 1,4 млрд долл., потребительских кредитов - на 6% п./п. до 0,9 млрд долл., что было нивелировано сокращением ипотеки, автокредитования и РЕПО. Объем корпоративного кредитования (без учета лизинга, МСБ и РЕПО) увеличился на 7,7% п./п. до 18 млрд долл.

Качество остается на высоте

Сумма списаний во 2П 2011 г. составила по-прежнему незначительные 70 млн долл. В целом по портфелю коэффициент покрытия просрочки резервами составляет 229,5%. Отметим, что доля проблемных кредитов (просроченных кредитов и/или с признаками ухудшения качества) в корпоративном сегменте снизилась с 6,3% до 5,5%. Также улучшение качества было отмечено в розничном сегменте.

Диверсификация кредитного портфеля растет

Кредитный портфель умеренно диверсифицирован: на 10 крупнейших заемщиков приходится 23% всех кредитов (28% на начало года), при этом доля кредитов связанным сторонам также сокращается (5,4% против 7,8% на начало года). Наибольшую долю в отраслевом разрезе занимают кредиты торговым компаниям (16%), а также металлургической и горнодобывающей отраслям (~13%).

Позиция в ценных бумагах была урезана

Во 2П 2011 г. банк заметно сократил позицию в ценных бумагах (с 4,9 млрд долл. до 3,1 млрд долл.), которая на 85% состоит из долговых ценных бумаг. Мы отмечаем рост задолженности по РЕПО (с 274 млн долл. до 568 млн долл.): треть всего портфеля ценных бумаг находилась в залоге.

Произошел отток средств со стороны крупных клиентов

Объем средств клиентов, составляющий почти 65% всех обязательств, сократился на 2,7% п./п. (или на 507 млн долл.) до 18,2 млрд долл., что сопровождалось снижением доли остатков на счетах связанных сторон (TNK-BP и акционеров Альфа Групп) с 2,7 млрд долл. до 2,4 млрд долл. (13% от всех клиентских средств). При этом прирост средств физлиц составил 2% п./п. до 9,3 млрд долл.

Размер оптовых источников фондирования (МБК, долговые ценные бумаги, синдицированные кредиты и прочий долг, а также субординированные кредиты) составил 8,7 млрд долл.: в декабре был размещен выпуск 1,5-летних облигаций номиналом 5 млрд руб. (с купоном 9,25% годовых) и привлечен годовой синдицированный кредит в объеме 250 млн долл. (с эффективной ставкой 3,83% годовых). Мы отмечаем опережающий рост задолженности по МБК: +31% п./п.

Ликвидная позиция несколько снизилась

Ликвидная позиция банка заметно сократилась в сравнении с 1П 2011 г. На наш взгляд, это может быть связано со снижением объема срочных депозитов, размещенных связанными сторонами (-240 млн долл.), а также госорганизациями (-361 млн долл.). В 2012 г. банку предстоит рефинансировать ценные бумаги, синдицированный и субординированный долг на сумму 2 млрд долл. (~7% от обязательств). Менеджмент планирует выход на публичный рынок долгового капитала. Банк оценивает дополнительные источники ликвидности (в том числе РЕПО, рефинансирование от ЦБ и Минфина и др.) в объеме 5,8 млрд долл.

Прибыль отстала от прироста работающих активов

За 2011 г. чистый процентный доход увеличился только на 8% до 1,4 млрд долл., что при опережающем росте работающих активов (+21,7% г./г. до 28,3 млрд долл.) оказало давление на чистую процентную маржу, которая снизилась с 6% в 2010 г. до 5,1%. Вклад розничного сегмента в операционный доход составил 33%, при том что розничное кредитование занимает всего лишь 12% всего портфеля. Прибыль до налога выросла лишь на 8,9% до 762 млн долл. по причине слабого результата от операций с ценными бумагами, которые принесли убыток 5 млн долл. (для сравнения в 2010 г. прибыль составила 200 млн долл.).

Комфортный уровень достаточности капитала

По итогам года общая достаточность капитала снизилась с 18,2% до 16,7% как по причине прироста кредитного портфеля, так и в связи с выплатой дивидендов в размере 131 млн долл. Мы отмечаем, что по уровню достаточности капитала Альфа-Банк выглядит лучше большинства банков из ТОП-10 (в частности, Сбербанка, ВТБ, ГПБ, Банка Москвы), который комфортен для планируемого прироста активов в 2012 г. на 15-20%.

Наша рекомендация оправдалась

В нашем комментарии от 8 сентября 2011 г. мы рекомендовали продавать субординированный евробонд sub AlfaBank17, предполагая, что call-опцион не будет исполнен. Наша рекомендация оправдалась: call-опцион исполнен не был, цена бумаги снизилась с 99% до 94,75% от номинала. В настоящий момент мы считаем евробонды эмитента справедливо оцененными: спреды AlfaBank17 (с купоном 7,875% годовых) к Russia 18 и AlfaBank21 - SBER 21 находятся вблизи своих средних значений за последние 12 месяцев.

Спреды бондов эмитента находятся вблизи своих средних значений



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

..а рублевые облигации выглядят дорого

Рублевые облигации АльфаБанк-1 (УТР 8,73% @ февраль 2014 г.) и АльфаБанк-2 (УТР 8,3% @ июнь 2013 г.) мы считаем переоцененными, поскольку они предлагают слишком низкую премию 50 б.п. к кривой доходностей квазисуверенных банков (ВТБ БО-1,2,5 котируются на уровне УТМ 7,95% @ март 2013 г.).

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

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: 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

Интервенции ЦБ в марте

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.