

Пульс рынка

- **Американская макростатистика поддержала рынки.** Позитивные тенденции, в последнее время наблюдающиеся в данных по продажам домов, наконец-то нашли отражение в объемах строительства: число домов, строительство которых было начато в июне, выросло на 6,9% м./м., что превысило консенсус-прогноз в 5,2%. По-видимому, низкие ставки по ипотечным кредитам и невысокие цены на недвижимость стали основными факторами, обусловившими оживление на американском рынке жилья. Тем не менее, медленное снижение уровня безработицы (который все еще выше 8,0%) по-прежнему сдерживает улучшение состояния рынка недвижимости. В этой связи интерес представляют сегодняшние данные по числу обращений за пособиями по безработице, также сегодня будут опубликованы опережающие экономические индикаторы. Оптимистичные настроения на рынке акций сохраняются, в том числе и публикацией корпоративной отчетности за 2 кв. (BoA, Intel, BlackRock), которая в части прибыли превзошла ожидания рынка (сегодня представят результаты Microsoft и Google). Индексы акций завершили день ростом на 1%, однако, судя по рынку UST, доходности которого остаются на локальных минимумах, инвесторы не ставят на долгосрочное сохранение позитива.
- **ОФЗ разместили в полном объеме без премии к рынку.** Как мы и ожидали, аукционы ОФЗ привлекли высокий спрос, который в рамках установленного диапазона доходности превысил в 2 раза предложение по 7-летним и в 1,5 раза по 15-летним ОФЗ, при этом оба выпуска были реализованы практически в полном объеме (29,2 млрд руб.). Цена отсечения по 7-летним бумагам (99,4% от номинала) не предполагала никакой премии ко вторичному рынку, в то время как по 15-летним ОФЗ была предложена небольшая премия (или дисконт по цене 15 б.п.). В целом на рынке ОФЗ вчера сохранилась позитивная ценовая динамика (+15-20 б.п.), чему способствовало, главным образом, укрепление рубля (стоимость корзины снизилась на 18 копеек до 35,60 руб.) на фоне роста котировок нефти (Brent на 1,5 долл. до 105,85 долл./барр.) и притока средств иностранных инвесторов.
- **Основными покупателями ОФЗ являются нерезиденты.** Высокий спрос на ОФЗ в условиях сохраняющейся напряженности на денежном рынке (ставки о/п междилерского РЕПО снизились вчера на 12 б.п. до 5,9% лишь во второй половине дня) свидетельствует о том, что основными покупателями выступают нерезиденты. Для локальных инвесторов ОФЗ не представляют фундаментального интереса по причине низкой маржи над ставками РЕПО (которая не превышает 170 б.п. для среднесрочных и 250 б.п. для длинных бумаг). В связи с этим сейчас на рынке ОФЗ присутствует довольно большой объем чисто спекулятивных позиций, который несет определенные риски ценовой коррекции в случае снижения спроса со стороны нерезидентов. Однако, принимая во внимание расширенный спред 5-7-летних ОФЗ к Russia 18 (140-150 б.п.), потенциал для опережающего ценового роста ОФЗ все еще сохраняется. Сегодняшний рост цен на нефть до 106 долл./барр. вместе с дефицитом рублевой ликвидности (завтра последний срок уплаты НДС) привели к снижению корзины на открытии торгов на 30 копеек до 35,34 руб., что будет способствовать дальнейшему ценовому росту рынка ОФЗ.
- **Новая ставка купона МТС-5 ниже рынка.** Ставка купона по выпуску МТС (BB-/Ba2/BB+), установленная на уровне 8,75% годовых (УТМ 8,75% @ июль 2016 г.), соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 140 б.п., который, по нашим оценкам, является недостаточным, учитывая кредитный рейтинг эмитента. Тем не менее, учитывая скромный объем предложения облигаций со стороны качественных корпоративных эмитентов (особенно, от телекомов), мы считаем, что эмитенту удастся оставить большую часть бумаг выпуска в обращении (оферта 26 июля).
- **НЛМК (BBB-/Ba3/BBB-) вышел на "первичку" с премией.** Ориентир по новым БО-4 номиналом 5 млрд руб. в пределах УТР 8,32%–8,52% к 2-летней оферте предполагает спред к кривой ОФЗ на уровне 145-165 б.п. и премии к рынку 10-30 б.п., судя по БО-7 (УТМ 8,24% @ ноябрь 2014 г.). Мы рекомендуем участвовать в размещении по верхней границе ориентира.

Темы выпуска

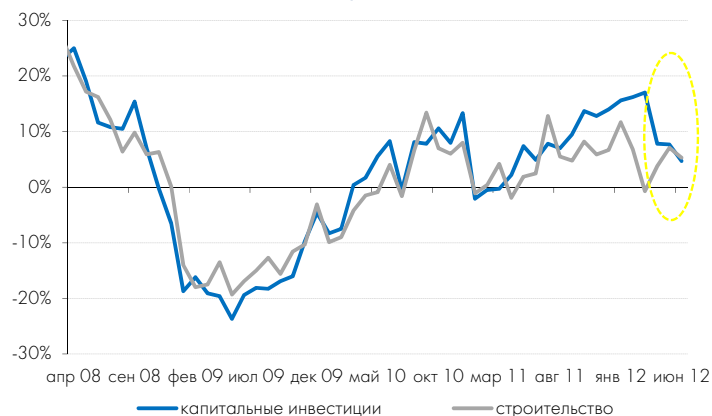
- Макростатистика июня: ни шатко, ни валко
- Риск розничных банков: какое из предложений выбрать?

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Ключевые макроиндикаторы демонстрируют смешанную динамику

В сравнении с позитивной статистикой мая, которая фиксировала заметное усиление инвестиционного и потребительского спроса после довольно слабых показателей апреля, в июне отдельные реальные макро индикаторы продемонстрировали некоторое ухудшение динамики. Умеренные темпы роста промышленного производства были дополнены замедлением инвестиций в основной капитал, стабилизацией показателей розничных продаж, снижением темпов роста реальных доходов населения на фоне ускоряющейся инфляции.

Динамика инвестиций и строительства, 2008-2012 гг.



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Ухудшение инвестиционных показателей может быть связано с временной приостановкой строительства ключевых госпроектов по причине плохих погодных условий

Мы полагаем, что на ухудшении инвестиционных показателей в июне (4,7% г./г. против 7,7% в мае) могли сказаться несколько причин, в числе которых и календарные факторы. Однако одними статистическими эффектами такое сокращение темпов роста не объяснить. Мы считаем, что главный вклад в замедление роста инвестиций в основной капитал внесли факторы, связанные с крупными инфраструктурными госпроектами, реализация которых на протяжении всего года служит движущей силой инвестиционной активности. Одним из факторов могла послужить неравномерность госфинансирования – в этом году максимум бюджетных расходов пришелся на предвыборный 1 кв. и ожидается в 4 кв., когда расходы усиливаются на фоне закрытия годового бюджетного плана.

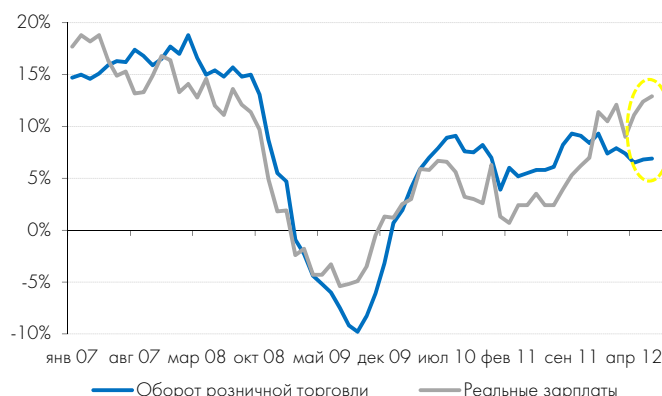
Однако, решающую роль, на наш взгляд, могли сыграть природные факторы. В силу неблагоприятных погодных условий (в ряде регионов наблюдались сильные ливни и ветер) строительные работы по некоторым ключевым объектам в рамках подготовки к саммиту АТЭС приостанавливались и сроки их завершения переносились, что могло сказаться как на потоках финансирования, так и на статистике строительных работ по реализации этих проектов. Это, по нашим оценкам, могло оказать существенный негативный эффект на динамику инвестиций. Такое предположение объясняет, почему наряду с ухудшением показателей инвестиций в июне существенно замедлило темпы своего роста и строительство – 5,3% г./г. после всплеска на 7,1% г./г. месяцем ранее. Замедлить свой рост инвестиции и строительство, как мы неоднократно писали, могут по мере завершения этих проектов. Однако, фактор погодных условий имеет временный характер, а сдача основных объектов саммита в эксплуатацию ожидается только в конце августа-начале сентября (саммит будет проходить сентябре 2012 г.), что, на наш взгляд, предполагает сохранение пусть и более низких, но приемлемых темпов роста инвестиций в ближайшие месяцы.

Динамика потребления по-прежнему остается позитивной и служит основным фактором роста экономики

Между тем, источником позитивных настроений по-прежнему остается динамика потребления. В июне темп роста розничного товарооборота практически остался на прежнем уровне – 6,9% г./г. против 6,8% г./г. в мае. Столь высоким показателям потребительской активности не помешали ни ускоряющаяся инфляция (4,3% против 3,6% в мае), ни замедление роста реальных доходов (3,0% г./г. против 4,1% г./г. в мае). Мы полагаем, это связано с одной стороны, с по-прежнему быстрым ростом кредитования – на 3,3% в июне, с другой стороны, потребительская уверенность увеличивается в связи с набирающим обороты ростом номинальных и реальных заработных плат (17,7% и 12,9% г./г. соответственно). Динамика реальных зарплат выглядит излишне оптимистично, учитывая что повышение основных

категорий денежных довольствий для населения уже состоялось, а неизменность уровня безработицы (5,4% в июне и мае) во многом объясняется привлечением сезонных рабочих. При этом мы не ожидаем сильного замедления розничных продаж, сохраняя прогноз по росту розничного товарооборота по итогам 2012 г. в 5,5%.

Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, 2007-2012 гг.



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Фокус ЦБ, скорее всего, сместится к инфляционным рискам, однако повышение ставок нежелательно в условиях сужающейся ликвидности

В целом, неустойчивая динамика ключевых макро показателей оставляет смешанное впечатление. Усиление рисков ухудшения внешнеэкономической ситуации во втором полугодии 2012 г. указывает на предпосылки для более умеренного роста как инвестиционной, так и потребительской активности. В то же время, неоднородная статистика последних месяцев не позволяет сделать однозначных выводов относительно причин замедления роста инвестиций и промышленного производства, которое может служить отражением тенденции к прекращению наращивания запасов на фоне роста опасений сокращения внешнего спроса. Мы считаем, что в условиях неопределенности и усиления инфляционного давления (за счет повышения тарифов, и рисков плохого урожая основных с/х культур), в глазах ЦБ инфляционные риски выйдут на первый план, что как минимум не предполагает снижения ставок в краткосрочной перспективе. В то же время повышение ставок нежелательно в условиях роста напряженности на денежном рынке.

Риск розничных банков: какое из предложений выбрать?

Вопрос в правильном выборе из предложенных возможностей

В сегменте высокодоходных бумаг (к которому относятся краткосрочные облигации с доходностью выше 12% годовых) вчера появились сразу два предложения: от Связного банка, далее Связной, (Moody's: B3) и КБ Ренессанс Капитал, далее РенКап, (B/B2/B) с ориентирами к годовой оферте УТР 14,22-14,76% и УТР 12,89-13,42%, соответственно. Также недавно разместил годовые бумаги ТКС Банк (-/B2/B), которые сейчас котируются выше номинала с УТР 14,38%. Возникает вполне естественный вопрос выбора бумаги с наилучшим соотношением доходности и риска. В отличие от ТКС (см. комментарий от 16 марта 2012 г.) и РенКап (см. комментарий от 5 апреля 2012 г.) имя Связной для рынка рублевых облигаций является новым, и поэтому заслуживает большего внимания при оценке кредитного риска.

Ключевые финансовые показатели банков

	ТКС Банк		Связной банк		РенКап	
Рейтинг (S/M/F)	-/B2/B		-/B3/-		B/B2/B	
Место по размеру активов	101		86		69	
млрд руб.	2011	изм. г./г.	2011	изм. г./г.	2011	изм. г./г.
Активы	31,25	+137%	38,09	+3,1x	61,59	+51%
Кредиты клиентам до вычета резервов	22,85	+118%	20,84	+4,5x	51,54	+59%
розничные	22,85	+118%	14,75	+34x	50,42	+63%
корпоративные	-	-	6,09	+46%	1,11	-27%
NPL* /Кредиты	3,7%	+0,9 п.п.	13,9%	+7,8 п.п.	4,6%	-1,7 п.п.
Депозиты клиентов	13,90	+122%	12,36	+3,5x	29,14	+77%
Выпущенные долговые ЦБ	13,22	+201%	5,19	+13%	12,20	+20%
H1	14,04%	+0,49 п.п.	12,99%	-1 п.п.	12,88%	-2,7 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала	н./д.		н./д.		23,1%	-6,2 п.п.
Чистый процентный доход	7,47	+2,8x	2,50	+9,2x	7,84	-17%
Чистая процентная маржа	43,50%	+9 п.п.	13,3%	н./д.	19,0%	-6 п.п.
Чистый комиссионный доход	-0,10	+23%	-1,70	-42x	4,70	+2,0x
Административные расходы	-2,20	-63%	-3,10	+3,1x	-2,80	+26%
Чистая прибыль	2,00	+7,9x	-3,99	-46,5x	2,69	+72%

Источник: отчетность банков, оценки Райффайзенбанка

Связной банк, как и ТКС, развивается на рынке кредитных карт...

Все упомянутые выше банки активно развиваются в сегменте потребительского кредитования, которое занимает доминирующую долю в их кредитном портфеле: 100% у ТКС, 86% у РенКап и 71% у Связного. При этом ТКС и Связной специализируются на кредитных картах (с долей в портфеле 100% и 66%, соответственно), в то время как доля кредитных карт в портфеле РенКап составляет лишь 14%. По нашему мнению, как по структуре и размеру кредитного портфеля, так и по динамике его прироста кредитный профиль Связного скорее ближе к ТКС, чем к РенКап.

...используя уже готовую сеть магазинов Связной, что сопряжено с уплатой высоких комиссий

Несмотря на то, что ТКС и Связной специализируются на кредитных картах, их бизнес-модели сильно различаются. Так, ТКС для привлечения клиентов использует виртуальные каналы продаж (почтовые рассылки и интернет), что позволяет сэкономить на операционных расходах (которые потребовались бы для развития и поддержания сети отделений/дополнительных офисов). Связной же привлекает основную массу клиентов через сеть магазинов "Связной" (что, например, в 2011 г. было сопряжено с уплатой комиссий за агентские услуги в объеме 1,4 млрд руб., которые составили 58% от всех чистых процентных доходов). Для дальнейшего развития планируется расширение сети собственных отделений (+37 до конца 2012 г.), что потребует дополнительных инвестиций и увеличит операционные расходы.

Агрессивная экспансия привела в ТОП-10 на рынке кредитных карт...

Отметим, что в отличие от ТКС и РенКап розничный бизнес для Связного пока является скорее start-up проектом. В 2011 г. кредитный портфель Связного вырос темпами, многократно опережающими рынок: в частности, объем выпущенных кредитных карт увеличился до 1 млн шт. (для сравнения объем карт ТКС составил 1,7 млн шт.). По количеству кредитных карт банк

вошел в десятку крупнейших банков РФ. Связной планирует удвоить объем кредитных карт (до 2,2 млн шт.) и размер розничного портфеля (до 32 млрд руб.) к концу 2012 г. Уже по итогам 1П 2012 г. портфель увеличился до ~30 млрд руб.

Корпоративный портфель (в котором доминируют средние компании, занимающиеся оптовой и розничной торговлей), доставшийся в наследство от Промторгбанка (на базе которого и был основан Связной) планируется нарастить на 57% до 9,5 млрд руб.

**...и относительно
высокую просрочку**

Обратной стороной агрессивного роста стало резкое увеличение просроченной задолженности: показатель NPL 30+ в отношении к кредитному портфелю вырос до 13,9% (и до 11,4% по кредитным картам физлиц), что превышает аналогичный показатель у ТКС (5,6%). Невысокое кредитное качество выданных кредитов (что связано, в том числе, с низким возрастным порогом) частично нивелируется объемом формируемых резервов, который полностью покрывает NPL 30+, при этом на формирование резервов в 2011 г. было направлено 75% всех чистых процентных доходов.

Стоит отметить, что с высоким уровнем просроченной задолженности на начальной стадии своего развития столкнулись практически все розничные банки (оптимизация скоринговых систем для конкретной рыночной ниши занимает время). Кроме того, в отличие от других банков (например, Русского Стандарта) Связной не проводил списаний/продажи проблемных кредитов, что также обусловило относительно высокий NPL.

**Основным источником
фондирования стали
остатки на счетах
физлиц**

Сеть магазинов Связной была также использована для привлечения клиентских средств в 2011 г., размер которых за год увеличился почти в 3,6 раза до 32 млрд руб., при этом половина представлена остатками на текущих счетах физлиц (отметим, что на остатки по картам начисляется 9,5% годовых). Также от акционеров был привлечен субординированный долг в объеме 1,2 млрд руб. на год по ставке 7,6% годовых. Конечному бенефициару М. Ноготкову принадлежит 86,4% акций банка.

**С ликвидностью все
хорошо**

Как и у большинства розничных банков, ликвидная позиция Связного находится на высоком уровне, в частности, 30% активов занимают денежные средства (11,5 млрд руб.), 78% всех выданных кредитов имеет срок до погашения менее 6 месяцев (в среднем 80 млн руб./день). Таким образом, новый долг на рынке облигаций привлекается, скорее всего, для финансирования дальнейшего роста кредитного портфеля.

**Розничный бизнес все
еще находится в
стадии start-up ...**

Наиболее ярким свидетельством того факта, что банк находится в стадии start-up на рынке розничных банковских услуг, является чистый убыток в размере 4 млрд руб. по итогам 2011 г., который был образован за счет высоких отчислений в резервы, комиссионных расходов (агентские платежи сети Связной) и операционных расходов, в сумме составивших 7,1 млрд руб. По размеру чистой процентной маржи, которая составила 13,3% в 2011 г., Связной сильно отстает как от ТКС (который, к слову говоря, имеет наибольшую маржу среди остальных розничных банков), так и от РенКап (т.к. в его портфеле заметную долю (12,2%) занимают автокредиты и ипотека).

**... обещая выйти на
безубыточность в
2012 г.**

Увеличение кредитного портфеля позволит, по мнению менеджмента, по итогам 2012 г. выйти на уровень безубыточности, при этом ожидается, что чистая процентная маржа вырастет до 20,6%. Отметим, что уже по итогам 1П 2012 г. банк был безубыточен.

Полученный в 2011 г. убыток был в значительной мере компенсирован дополнительным взносом в капитал от акционера, в результате показатель Н1 в 2011 г. сократился лишь на 1 п.п. до ~13%. Поддержание уровня достаточности капитала в 2012 г. будет осуществляться также за счет средств основного акционера.

**Есть предпосылки
превращения
Связного банка из
start-up проекта в
зрелого игрока**

В результате, участие в размещении облигаций Связной банк, 01 можно рассматривать как покупку идеи превращения start-up проекта в зрелого игрока на рынке потребительского кредитования, к чему, на наш взгляд, есть все предпосылки (в случае если менеджменту удастся добиться контроля над операционными издержками и качеством кредитов в условиях быстрого роста).

По нашим оценкам, предлагаемая премия в размере 40-50 б.п. к БО-6 ТКС Банка (который имеет заметно более сильный кредитный профиль как с точки зрения финансовых показателей, так и стратегии развития) является не самым убедительным аргументом в пользу выбора бумаг Связной банк, 01. В то же время в случае отсутствия свободных лимитов на ТКС облигации Связного являются неплохой альтернативой в сегменте high-yield. Ориентиры по новым РенКап БО-3 также проигрывают бумагам ТКС Банка. Потенциал для ценового роста облигаций ТКС мы связываем с их возможным включением в список РЕПО ЦБ, чего по каким-то причинам еще не произошло.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть

Лукойл
Новатэк
Татнефть
Транснефть
ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский
Никель

Распадская
РМК
Русал
Северсталь
СУЭК
ТМК
ЧТПЗ
Uranium One

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот
Трансаэро

Трансконтейнер
ЮТэйр
Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС

Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит

Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим

Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ

Соллерс

Электроэнергетика

Энел ОГК-5
Ленэнерго
Мосэнерго

РусГидро
ФСК

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
Азиатско-
Тихоокеанский Банк

ВТБ
ВЭБ

ЛОКО-Банк
МКБ

Сбербанк
ТКС Банк

Банк Москвы
Банк Русский Стандарт

ЕАБР
Газпромбанк

НОМОС Банк
ОТП Банк

ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?

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: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

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

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

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.