

Пульс рынка

- **Бесплатные деньги привели к формированию нового пузыря?** Несмотря на кипрскую "заморозку", политический тупик в Италии и неоднозначную макростатистику по США (так, число новых заявок на пособия по безработице оказалось выше ожиданий), индекс S&P вчера превысил максимум октября 2007 г. Как это ни странно, столь сильное повышение аппетита к риску сопровождалось не менее сильным ценовым ростом безрисковых активов: индикативная доходность 10-летних UST сократилась до YTM 1,84% (4,5% в октябре 2007 г.). Причиной возникновения такой аномалии на финансовых рынках стала программа QE: "разбрасывание денег с вертолета" привело к гиперинфляции на финансовых рынках. Тот факт, что это пока никак не транслировалось в инфляцию потребительских цен, свидетельствует об отсутствии прежних механизмов (через рынок кредитных деривативов) перераспределения дешевой ликвидности в реальный сектор экономики (прежде всего, на рынок жилой недвижимости). Кроме того, сейчас в отличие от докризисного периода нет веры в вечный рост цен на недвижимость. До тех пор пока этот финансовый пузырь не оказывает негативного влияния на реальный сектор экономики, ФРС, скорее всего, не будет проводить exit-strategy. Тем не менее, текущая политика ФРС закладывает основу для долгосрочных рисков: ликвидация пузырей редко происходит без взрыва.
- **Рубль и кипрские события: "спокойствие, только спокойствие".** Реакция рубля на кипрские события оказалась более чем умеренной: стоимость бивалютной корзины поднялась лишь на 10 копеек до 35,0 руб. Это неудивительно, учитывая, что даже курс евро за прошедшие ~2 недели изменился незначительно (максимальное его падение в этот период не превышало 2%), а также то, что цены на нефть оставались высокими. При базовом сценарии влияние кипрского фактора на рубль как сейчас, так и впоследствии, может оказаться небольшим. Следует понимать, что средства российских участников рынка на Кипре могли бы в краткосрочном периоде позитивно сказаться на курсе, если бы были конвертированы в рубли, а вместо этого они, скорее всего, как оставались за рубежом, так и будут переведены в банки других зарубежных стран. В более отдаленной перспективе не стоит ожидать и сильного отрицательного эффекта на рубль. Негативный сценарий, по нашему мнению, возможен, только если кипрские события послужат основой для обострения проблем в других периферийных странах еврозоны, и это будет дополнено сильным снижением цен на нефть, что приведет к переоценке инвесторами валютных рисков, а для рубля - негативно скажется на динамике притока валюты в страну и оттоке капитала. Однако оснований для таких прогнозов, на наш взгляд, пока недостаточно. Как бы то ни было, с переходом ЦБ к более гибкому курсу, рубль теперь быстрее адаптируется к внешним шокам.
- **ВВП - в 3% не уложимся.** Вчера замминистра экономического развития А. Клепач заявил, что прогноз по росту ВВП будет снижен с нынешних 3,6% в 2013 г. Причем, если текущие тенденции сохранятся, МЭР не считает возможным выход и на рост в 3%. Опасения ведомства мы считаем полностью оправданными. Рост ВВП на 3% в 2013 г. - это наш базовый прогноз, но разочаровывающая макростатистика января-февраля также заставила нас усомниться в возможности его исполнения. При этом наши оценки, заметим, изначально были гораздо пессимистичнее, чем у МЭР. Главной причиной корректировки ведомства (новый прогноз выйдет через неделю) мы считаем приведение в соответствие официальных ориентиров новым реалиям. Мы не исключаем, что итоговая оценка все же окажется меньше 3%, что было бы оправданно с точки зрения отражения накопленных в экономике рисков и стало бы сигналом рынку и регуляторам (усиливает вероятность скорого снижения ставок ЦБ). По нашему мнению, не только статистические эффекты (в т.ч. высокая база 1 кв. 2012 г.), но и фундаментальные факторы указывают на еще большее замедление экономики в 1 кв. 2013 г., когда, по нашим расчетам, рост ВВП окажется меньше 2% (после ~2% в 4 кв. и 4,4% в 1П 2012 г.). Улучшение во 2 кв. возможно, скорее технически, тогда как стагнация в промышленности и инвестициях, скорее, продолжится, а потребление сдерживается за счет ускорившейся инфляции и зависит от кредитной активности.

Темы выпуска

- **Сбербанк: неплохое завершение года**
- **Ростелеком: пик долговой нагрузки ожидается в 2013 г.**

Сбербанк: неплохое завершение года

Сбербанк (-/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2012 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Совокупный кредитный портфель в 4 кв. увеличился на 5,5% кв./кв. до 11,06 трлн руб., несколько опередив средний темп роста по всей банковской системе (за 4 кв. 2012 г., по данным ЦБ, 3,87%). В целом за 2012 г. динамика кредитной активности Сбербанка также заметно опережает рынок (+32% и 19,1%, соответственно). Таким образом, банк продолжает наращивать свою долю, в том числе и на рынке корпоративного кредитования (+ 25,1% против + 12,7% по рынку). В 4 кв. 2012 г. приток клиентских средств превысил прирост кредитования, что улучшило ликвидную позицию банка. Показатель NPL 90+ стабилизировался на отметке 351 млрд руб. и снизился в относительном выражении - с 3,4% до 3,2%. Чистая процентная маржа осталась на уровне 6,2%: удорожание фондирования было компенсировано более высокой ставкой по кредитам.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	15 097,4	13 755,5	+10%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	11 064,3	10 490,9	+5%
розничные	2 836,5	2 688,2	+6%
корпоративные	8 227,8	7 802,7	+5%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,2%	3,4%	-0,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	691,7	597,3	+16%
Депозиты клиентов	7 549,1	7 056,5	+7%
Текущие счета клиентов	2 630,2	2 464,9	+7%
Собственный капитал	1 623,8	1 523,7	+7%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,7%	13,3%	+0,4 п.п.
ROE	24,2%	25,1%	-0,9 п.п.
ROA	2,7%	2,9%	-0,2 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	201,0	179,6	+12%
Чистый комиссионный доход	50,2	41,8	+20%
Операционные доходы	262,6	231,1	+14%
Чистая прибыль	85,1	87,5	-3%
Чистая процентная маржа	6,2%	6,2%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

В 4 кв. потребительское кредитование замедлилось

Потребительское кредитование в 4 кв. замедлилось, его прирост составил всего 3,7% (до 1,56 трлн руб.). Ипотечное кредитование физлиц, напротив, сохранило высокий темп роста (+7,9% до 1,14 трлн руб.). По итогам года портфель потребительских кредитов увеличился на внушительные 66,3%. Отметим, что наиболее активные частные розничные банки, например, ХКФБ, ТКС Банк увеличили свои портфели более чем в два раза. Доля кредитов юрлиц в портфеле составила 75% (что на 3 п.п. ниже, чем в начале года). В 1 кв. 2013 г. менеджмент банка отмечает временное снижение спроса на корпоративные кредиты.

Качество корпоративного портфеля остается на высоте

Сокращение показателя NPL 90+ по корпоративным кредитам в абсолютном выражении на 13,3 млрд руб. до 274 млрд руб. (~3,3% от портфеля, против 3,67% в 3 кв. 2012 г.) стало следствием списаний, произведенных в 4 кв. в объеме 15,9 млрд руб. Резервы (5,96% от корпоративного портфеля) на 137% покрывают "просрочку". Также уровень резервирования выглядит комфортным даже в сравнении с показателем NPL 90+ в сумме с реструктурированными (условия, по которым были пересмотрены) непросроченными кредитами, которые занимают 4,88% портфеля.

**Небольшое
ухудшение качества
розницы**

В розничном сегменте показатель NPL 90+ в отношении к портфелю в 4 кв. увеличился с 2,46% в 3 кв. до 2,7%, при этом покрытие резервами снизилось до 96% (на 5 п.п.) в основном из-за консолидации приобретенных банков. Невысокий размер списаний и реструктурированных кредитов свидетельствует о хорошем качестве портфеля.

В целом за 2012 г. общий объем списаний составил 118 млрд руб. при чистом процентном доходе на уровне 705 млрд руб.

**В 4 кв. Сбербанк
активно скупал ОФЗ,
что, скорее всего,
приведет к негативной
переоценке**

В 4 кв. 2012 г. портфель ценных бумаг продолжил расти (+8,7% до 1,97 трлн руб.), опередив прирост кредитования, главным образом, за счет увеличения позиции в корпоративных рублевых облигациях (+9,75% до 642 млрд руб.) и ОФЗ (+15,6% до 784 млрд руб.). Такой прирост сопоставим с половиной размещенных в 4 кв. ОФЗ. Учитывая коррекцию, наблюдающуюся на рынке ОФЗ с начала этого года, переоценка позиции в госбумагах окажет негативный эффект на финансовый результат банка в 1 кв. 2013 г.

Увеличение позиции в облигациях (на 157,8 млрд руб.) сопровождалось повышением объема ценных бумаг, используемых Сбербанком в залоге по договорам РЕПО, на 443 млрд руб. (ОФЗ и корпоративные выпуски) до 950 млрд руб., что составляет 48% всего портфеля и соответствует среднему уровню утилизации бумаг в РЕПО с ЦБ. Денежные средства увеличились на 493 млрд руб. в 4 кв., что может быть связано с эффектом конца года, когда в систему в последних числах декабря поступает значительный объем бюджетных средств. Избыточная ликвидность, скорее всего, может оказать негативное давление на чистую процентную маржу в 1 кв. 2013 г.

**Сбалансированный
рост кредитования**

Притока средств клиентов (физлиц и юрлиц), составившего за квартал 658 млрд руб. (+6,9% кв./кв.), оказалось достаточно для финансирования прироста кредитования (+581 млрд руб. кв./кв.). Сбалансированная кредитная активность вкупе с размещением ценных бумаг (их объем увеличился на 144 млрд руб., в основном за счет размещения евробондов и депозитных сертификатов). Негативным моментом стало повышение доли средств ЦБ РФ в обязательствах (с 9% до 10,2%), в то время как среднее значение по банковской системе РФ составляет 6,2%. Сбербанк ожидает снижения доли ЦБ РФ в обязательствах до 7% в 2013 г.

**Опережающий рост
операционных
расходов сократил
прибыльность**

Чистая прибыль (85 млрд руб.) не последовала за продолжающимся увеличением работающих активов, оказавшись даже немного (на 2,7%) ниже уровня 3 кв. Такая динамика была обусловлена всплеском прочих операционных расходов (на аренду, ИТ-услуги, амортизацию основных средств и пр.) на 63% до 76 млрд руб., по-видимому, вследствие интеграции недавно приобретенных DenizBank и VBI (которые имеют более высокий уровень операционных издержек). В результате возврат на активы в 4 кв. сократился на 40 б.п. до 240 б.п. и в целом по году составил 270 б.п., что, тем не менее, остается одним из самых высоких показателей среди крупных универсальных банков РФ.

**Планируемая выплата
дивидендов не сильно
скажется на капитале**

Темп прироста активов, взвешенных по риску (+5,3% кв./кв. или 21,2% в годовом выражении), оказался ниже возврата на капитал (21,7%). В результате достаточность капитала 1-го уровня немного восстановилась до 10,4% (+0,2 п.п.), размещение субординированного выпуска SBER 22 номиналом 2 млрд долл. позволило увеличить общую достаточность капитала с 13,3% в 3 кв. до 13,7%. На 1 марта показатель H1 составил 12,59%. По итогам 2012 г. планируется выплата дивидендов в объеме 58,7 млрд руб. (16,9% от чистой прибыли). Это, по нашим оценкам, приведет к снижению достаточности капитала на 0,4 п.п. при прочих равных условиях.

Рублевые еврооблигации SBER 16 (YTM 7,14%) котируются с премией к суверенной кривой 100 б.п., что мы считаем справедливым уровнем (учитывая разницу в налогообложении и ликвидности). На рынке долларовых евробондов спред субординированных бумаг SBER 22 к кривой старших бондов эмитента сузился до 70 б.п. Мы считаем, что этот спред еще может сузиться до 50 б.п. и рекомендуем SBER 22 к покупке.

Ростелеком: пик долговой нагрузки ожидается в 2013 г.

Незначительный рост долговой нагрузки в 2012 г.

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал финансовые показатели по МСФО за 2012 г. Долговая нагрузка (включая Скайлинк) незначительно увеличилась: Чистый долг/LTM OIBDA составила 1,72х против 1,59х в 3 кв. 2012 г. Мы ожидаем дальнейшего роста долговой нагрузки в 2013 г.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	82 560	79 656	+4%	321 251	301 494	+7%
OIBDA	24 582	30 855	-20%	118 554	117 712	+1%
Рентабельность по OIBDA	29,8%	38,7%	-8,9 п.п.	36,9%	39,0%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	4 614	15 489	-3,4х	35 240	42 528	-17%
Операционный поток	23 057	22 531	+2%	96 231	85 377	+13%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-29 319	-41 253	-29%	-87 503	-114 823	-24%
Капвложения	-27 721	-40 584	-32%	-91 181	-83 231	+10%
Финансовый поток	13 269	19 973	-34%	-5 722	24 158	-
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012			30 сент. 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.		214 406		201 618		+6%
Краткосрочный долг		63 499		73 963		-14%
Долгосрочный долг		150 907		127 655		+18%
Чистый долг		204 036		198 249		+3%
Чистый долг/OIBDA LTM*		1,7х		1,6х		-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Слабая рентабельность в 4 кв. в связи со строительством сети 3G и формированием резерва

В 4 кв. 2012 г. рост выручки составил 4% г./г. Падение доходов от традиционных сервисов проводной голосовой связи компенсировалось, в первую очередь, ростом в сегментах платного телевидения (+37% г./г.) и облачных сервисов (+106%), результаты которого Ростелеком впервые раскрыл отдельно. По результатам года выручка выросла на 7% г./г. за счет организации интернет-трансляции выборов в 1 кв. 2012 г., которая принесла Ростелекому порядка 11 млрд руб. Рентабельность OIBDA в 4 кв. упала до 29,8% из-за роста расходов, связанных с запуском сети 3G, а также из-за формирования резерва под сокращение персонала, объем которого отдельно не раскрывается. В результате рентабельность OIBDA по году сократилась до 36,9%, что на 2,1 п.п. ниже, чем в 2011 г. Отношение капвложений к выручке по результатам 2012 г. составило 28,4%, что также обусловлено строительством сети 3G.

Осторожный прогноз на 2013 г.

В ходе телеконференции, посвященной результатам за 2012 г., менеджмент Ростелекома заявил, что ожидает роста выручки в 2013 г., хотя и признает, что это будет непросто из-за высокой базы 2012 г. Рентабельность OIBDA планируется в широком диапазоне 35-40%, при этом прибыльность может оказаться под давлением из-за продолжающегося развёртывания сетей 3G. Долгосрочный прогноз капвложений остался неизменным – 14% от выручки в 2013-17 гг., при этом, в 2013 г. это соотношение планируется на уровне 20%.

2013 г. может стать пиковым в плане долговой нагрузки

Исходя из прогноза менеджмента Ростелекома на 2013 г., свободный денежный поток за вычетом дивидендов за 2012 г. может составить порядка 20 млрд руб. При этом в течение года компании предстоит выкупить акций у миноритариев, не поддержавших объединение со Связьинвестом на сумму до 29,4 млрд руб. Таким образом, мы прогнозируем рост чистого долга и долговой нагрузки компании по результатам 2013 г. Кроме того, судя по сообщениям СМИ, Ростелеком является одним из основных кандидатов на приобретение Теле2 Россия, что может дополнительно увеличить долговую нагрузку. При этом, после 2013 г. капвложения должны снизиться, и, как следствие, повысится свободный денежный поток и сократится долговая нагрузка.

**Облигациям
Ростелекома есть
более интересные
альтернативы**

Размещенные в начале марта 3-летние бумаги Ростел-19 котируются на уровне 100,10-100,15% от номинала, то соответствует YTP 8,22-8,26% (= ОФЗ + 212-216 б.п.). Поскольку у эмитента нет 2 рейтингов инвестиционной категории, мы не видим потенциала для ценового роста его бумаг быстрее рынка ($RWA > 150\%$). Отметим, что недавно размещенные 3-летние облигации НорНикеля (BBB-/Baa2/BB+) сейчас котируются на уровне 100,25-100,30% от номинала (YTP 7,95% = ОФЗ + 185 б.п.). Напомним, что при дисконте к Ростелекому всего 27 б.п. бумаги НорНикеля более интересны для банков, поскольку RWA по ним не превышает 50%. Лучшей альтернативой бумагам Ростелекома являются и 5-летние выпуски Мегафон-6,7 (YTP 8.29% = ОФЗ + 190 б.п.).

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

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	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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 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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.