

3 апреля 2014 г.

## Пульс рынка

- ▶ **Китай планирует нарастить инфраструктурные стимулы.** На регулярном совещании госсовета премьер-министр Китая объявил об увеличении масштабов строительства ж/д (в этом году планируется построить 6,6 тыс. км, что на 1 тыс. км выше, чем в прошлом) и доступного жилья с целью повышения занятости. По мнению экспертов, в этом году Китаю не удастся достичь темпа роста ВВП в 7,5% без дополнительных стимулов. В отличие от монетарных инфраструктурные стимулы оказывают поддержку экономике и не вызывают роста кредитного пузыря (против которого ЦБ Китая борется ужесточением денежно-кредитной политики). Очередная порция макроданных по США оказалась позитивной: отчет ADP по рынку труда свидетельствует о создании 191 тыс. рабочих мест в марте (против 178 тыс. в феврале), что предполагает сильный отчет по занятости (будет опубликован завтра). Закладывая увеличение темпов сворачивания QE, рынок UST отреагировал на эти данные повышением доходностей: 10-летние бонды прибавили 3 б.п. до YTM 2,8%. Суверенные бонды РФ скорректировались вниз (бумаги Russia 42 подешевели на 1,5 п.п. до 97,2% от номинала) на фоне роста доходностей базовых активов.
- ▶ **Минфин все-таки предоставил премию.** Спрос на вчерашних аукционах составил 16,7 млрд руб. (при объеме предложения 20 млрд руб.), однако, большая часть заявок предполагала значительную премию к рынку (к которой Минфин пока не готов). Но все же некоторую премию (щедрую в сравнении с аукционами в 1 кв.) ведомство все-таки предоставило. По 5-летним ОФЗ 26216 отсечение прошло на уровне YTM 8,61%, в то время как котировки на вторичном рынке находились в пределах YTM 8,47-8,56%, что позволило реализовать 55% предложенных бумаг (хороший результат, учитывая невысокую ликвидность выпуска). Несмотря на большую премию по 9-летним ОФЗ 26215 (отсечка на уровне YTM 8,94%, когда вторичный рынок находился в диапазоне YTM 8,81-8,86%), Минфину удалось разместить лишь 22,6% предложения. Сегодня в условиях продолжающегося ослабления рубля (который вновь ушел в диапазон, где ЦБ РФ продает валюту в объеме 200 млн долл./день), ОФЗ демонстрируют негативную ценовую динамику. Итоги аукционов свидетельствуют о том, что инвесторы готовы покупать ОФЗ, но с заметной премией, не предполагая снижения доходностей госбумаг (по нашим оценкам, "украинская премия" уже полностью отыграна, и потенциал для дальнейшего ценового роста отсутствует). Тот факт, что Минфин дал премию, может говорить об усилении рисков для бюджета (недополучение доходов/незапланированный рост расходов). Не в пользу ОФЗ выступают и данные по инфляции. Согласно недельным оценкам Росстата, инфляция в марте возросла до 1% м./м., что означает ее ускорение в годовом выражении до 6,9%. При такой ценовой динамике отметку 7%, инфляция, по нашим оценкам, должна превысить уже в апреле и может остаться высокой еще несколько месяцев. Причем начала тенденции к снижению мы ждем только с 3 кв. Это, как мы считаем, не создает возможности для снижения ключевой ставки в ближайшее время, что подтверждается недавними заявлениями Э. Набиуллиной, что ЦБ не планирует делать это раньше июньского заседания (16 июня).
- ▶ **ВТБ (ВВВ/Ваа2/-) предлагает годовые БО ниже рынка.** Сегодня закрывается книга заявок на покупку БО-25 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром по ставке квартального купона 8,50-8,75% годовых, что соответствует YTP 8,78 – 9,04% к годовой оферте. Напомним, что недавно на оферте МСП Банку (ВВВ/Ваа2/-) пришлось выкупить 98,7% выпуска МСП-1 номиналом 5 млрд руб., несмотря на то, что новая ставка была установлена на уровне 8,95% год. к годовой оферте (т.е. инвесторов не устроила YTM 9,15% по годовой бумаге 1-го эшелона). На вторичном рынке годовые бумаги РСХБ (в частности, РСХБ-15,11) котируются с YTP 9,3-9,4%. Таким образом, ориентир по новым бумагам ВТБ выглядит ниже рынка. Лучшей альтернативой им являются 3-месячные БО-3,4, которые имеют текущую доходность 8,5% и в отличие от новых бумаг уже включены в список РЕПО ЦБ.

## Темы выпуска

- ▶ **ВТБ: сильные результаты в тени украинского риска**

## ВТБ: сильные результаты в тени украинского риска

Непроцентные доходы  
обеспечили  
рекордную прибыль ...

Вчера Банк ВТБ (BBB/Вaa2/-), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 4 кв. 2013 г., которую мы оцениваем позитивно. Кредитный портфель (без учета специального выпуска ОФЗ) вырос на 5% до 6,33 трлн руб. (против +7,5% в 3 кв.), заметно отстав по темпу от показателя Сбербанка (+9,5%). По итогам года портфель кредитов ВТБ увеличился на 25%, что заметно выше, чем в среднем по системе (+17%). По оценкам менеджмента, чистая процентная маржа в 4 кв. составила 5,5% (+0,2 п.п. кв./кв.) при стабильном качестве кредитов: снижение показателя NPL 90+ на 0,7 п.п. до 4,7%, произошло за счет списаний (0,8% портфеля).

...повысив  
достаточность  
капитала...

Основной вклад в рекордный показатель чистой прибыли в 4 кв. 2013 г. (53,6 млрд руб., более чем в три раза больше, чем в 3 кв.) внесли непроцентные доходы, которые составили 57,8 млрд руб. против 14,5 млрд руб. в 3 кв. (в т.ч. переоценка ценных бумаг дала 24,1 млрд руб., переоценка приобретенной Avia Capital, предоставляющей лизинговые услуги "крупнейшей авиакомпания, связанной с государством" (очевидно, Аэрофлоту), - 6,5 млрд руб., доход от реализации залогов по просроченным кредитам - 6,2 млрд руб.).

Высокая прибыльность (ROAE - 23,7%), а также сокращение инвестиций в капитал других банков и финансовых учреждений (на 10,7 млрд руб., или 1% регулятивного капитала) привели к повышению достаточности капитала 1-го уровня на 0,7 п.п. до 10,9% и общего капитала на 0,6 п.п. до 14,7%.

... которая может  
существенно  
снизиться в случае  
полного обесценения  
украинских активов

В отчетности указано, что суверенный и субфедеральный риск на Украину не превышает 0,4% всех активов (эквивалентно 35 млрд руб.). Однако, по нашим оценкам, общий риск, связанный с украинскими заемщиками (включая частный сектор), значительно выше. ВТБ присутствует на Украине посредством 2 банков (АО БМ Банк (с активами 7 млрд руб.), который учитывается в группах выбытия, предназначенных для продажи, и ЗАО ВТБ Банк (с активами 100,4 млрд руб. и кредитным портфелем 74 млрд руб.)), а также лизинговой компании ПАО "ВТБ-Лизинг". Таким образом, общая величина украинского риска (exposure) составляет минимум 107 млрд руб., что составляет 1,2% активов группы. Для оценки запаса капитала мы консолидировали собственные средства (рассчитанные в соответствии с 395-П) и RWA трех основных банков в составе группы (ВТБ Банк, Банк Москвы, ВТБ 24). На 1 марта 2014 г. капитал 1-го уровня у этих трех банков составляет 621,4 млрд руб., что соответствует показателю Н1.2 в 7,1%. В стресс-сценарии полное обесценение украинских активов может привести к снижению этого показателя до 5,9% (при минимально допустимом уровне 5,5%).

### Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	8 768,5	8 486,5	+3,3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	6 330,1	6 019,3	+5,2%
розничные	1 520,8	1 416,7	+7,3%
корпоративные	4 809,3	4 602,6	+4,5%
NPL 90+/Кредитный портфель	4,7%	5,4%	-0,7 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	738,2	742,5	-0,6%
Средства клиентов	4 341,4	4 323,5	+0,4%
Собственный капитал	947,1	895,0	+5,8%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,7%	14,1%	+0,6 п.п.
ROE	11,8%	7,4%	+4,4 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	89,8	82,9	+8,3%
Чистый комиссионный доход	16,5	13,3	+24,1%
Операционные доходы	123,5	75,3	+64,0%
Чистая прибыль	54,5	18,4	+3,0x
Чистая процентная маржа	4,7%	4,5%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Ипотечное  
кредитование растет  
быстрее остальных**

Наибольший прирост кредитования произошел, как и в предшествующем квартале, в розничном сегменте, который занимает 24% портфеля, при этом акцент был сделан на ипотечное кредитование (+12% - до 540 млрд руб.), а рост потребительских кредитов замедлился до 5% с 11% в 3 кв. Принимая во внимание ухудшение качества кредитов, банк планирует сократить выдачу потребительских кредитов в пользу ипотеки и автокредитов.

Произведенные в 4 кв. списания в столь высоком объеме (50,8 млрд руб.) связаны с кредитами, выданными еще в 2008-2009 гг., они уже находились в составе NPL 365+ со 100% уровнем резервирования (для их списания банк ожидал согласования с ЦБ РФ). Покрытие NPL резервами увеличилось до 115,5%, покрытие кредитов с признаками обесценения составило 113%. Учитывая замедление экономики РФ и ситуацию на Украине, такой уровень резервирования не выглядит избыточным.

**Расчетные счета  
поддержали маржу**

Повышение чистой процентной маржи в 4 кв. в условиях снижения доходности как розничных (на 10 б.п. до 16,3%), так и корпоративных (на 20 б.п. до 9%) кредитов стало следствием увеличения доли средств на текущих и расчетных счетах (на 2 п.п. до 19% по физлицам и на 7 п.п. до 34% по юрлицам).

Портфель ценных бумаг немного сократился - до 1,01 трлн руб., при этом объем бумаг в залоге по РЕПО составил 467 млрд руб. (-6,6%). В 4 кв. ВТБ нарастил вложения в облигации и евробонды иностранных компаний и банков за счет сокращения инвестиций в ОФЗ. Практически весь выпуск ОФЗ 46023 (приобретенный в 2011 г. для докапитализации Банка Москвы на средства льготного кредита АСВ) находится в РЕПО.

**Дефицит рублевой  
ликвидности был  
покрыт за счет  
кредитов 312-П**

Погашение депозитов перед Казначейством (задолженность сократилась на 369 млрд руб.) было компенсировано притоком средств юрлиц и физлиц (эффект притока бюджетных расходов в последних числах декабря), в результате объем средств на клиентских счетах практически не изменился. Для финансирования кредитования (+338,3 млрд руб.) потребовалось увеличить задолженность перед "местными центральными банками" (с 674 млрд руб. до 1028,5 млрд руб.), главным образом, за счет кредитов 312-П (их общий объем в залоге составил 625,6 млрд руб.). Доля финансирования от ЦБ РФ увеличилась с 8% до 12% от обязательств, что заметно выше, чем в среднем по системе (8,7% на 01.01.2014 г.).

**Низкий риск  
рефинансирования  
внешних обязательств**

В 1П 2014 г. банку предстоит исполнить обязательства в валюте (евро и долл.) на сумму 2,16 трлн руб., что полностью покрывается погашением активов в соответствующих валютах, как следствие, риск рефинансирования внешнего долга (в случае если рынки будут недоступны) находится на низком уровне (это, кстати говоря, относится и ко всей банковской системе РФ). Кроме того, в 1 кв. банк, скорее всего, получил большой приток инвалюты по счетам своих клиентов.

**Краткосрочные  
евробонды еще имеют  
премию**

На рынке рублевых облигаций 3-месячные БО-2 котируются с текущей доходностью 8,5%, что предполагает 150 б.п. над ставкой недельного РЕПО ЦБ и является неплохим вариантом для buy&hold стратегии. Как показывают прохождения оффертов другими представителями 1-го эшелона, пока инвесторы не готовы покупать даже годовые выпуски. В текущих условиях на рынке евробондов мы отдаем предпочтение коротким старым "субордам" VTB 15 и VKMOSC 15, которые котируются с УТМ 5,05-5,25%, они еще не отыграли "украинскую премию".

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

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

## 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

### 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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.