

Пульс рынка

- **ЕЦБ предпочитает выжидать.** Заседание ЕЦБ не преподнесло сюрпризов: ключевая ставка была сохранена на уровне 0,75%, хотя М. Драги и намекнул, что изучается вопрос о снижении ставки в случае дальнейшего ухудшения состояния экономики. Также глава ЕЦБ повторил, что ситуация с Кипром не будет взята за образец для решения проблем остальных периферийных стран еврозоны. Таким образом, несмотря на продолжение рецессии (о чем свидетельствует рекордно высокая безработица), ЕЦБ по-прежнему предпочитает занять выжидательную позицию до очередного обострения европейского кризиса. Европейские индексы акций отреагировали снижением на 0,7%. Разочаровала и макростатистика по США: число первичных заявок на получение пособия по безработице оказалось заметно выше ожиданий, что предполагает ухудшение данных отчета по рынку труда, который будет опубликован сегодня. В результате доходности 10-летних UST просели на 5 б.п. до отметки 1,764% (3-месячного минимума), что отражает уверенность инвесторов в сохранении QE в течение продолжительного времени. В ответ на резкое снижение доходностей базовых активов суверенные бонды РФ продемонстрировали ценовой рост: так, выпуск Russia 42 подорожал на 2,5 п.п. до 116% от номинала.
- **Инфляция сильно "подтаяла".** По данным Росстата, в марте она сократилась до 0,3% (мы ожидали 0,45%) после 0,6% в феврале, что в годовом выражении подразумевает ее сокращение до 7,0% (мы ожидали 7,2%) по сравнению с пиком в 7,3% в феврале. Ее замедление было предсказуемо, но на практике оказалось сильнее наших оценок и консенсуса. Расхождение связано с тем, что неожиданно резко замедлилось удорожание плодоовощной продукции (до 0,1% с 2,8%), ослаб рост цен на алкоголь (до 1,4% с 2%), после всплеска цен существенно подешевели тарифы пассажирского транспорта (-2% против 0,8%), вдвое сократились темпы роста жилищных услуг (до 0,1%), а именно эти факторы разгоняли инфляцию в последние месяцы. Нетипично значительное удешевление транспортных тарифов мы связываем с более существенными сезонными скидками на билеты РЖД (политика понижающих коэффициентов, 11 марта-27 апреля), в то время как более медленное удорожание услуг ЖКХ (ранее всплеск касался в основном стоимости содержания и ремонта жилья) может быть результатом мониторинга их скачка в январе-феврале со стороны властей. Существенного замедления в марте не продемонстрировала лишь непроизвольная инфляция (0,4% против 0,44% месяцем ранее), тогда как продукты (0,4% против 0,8%) и услуги (0,2% против 0,4%) дорожали вдвое медленнее. Базовая инфляция подтвердила наши ожидания ослабления монетарных инфляционных рисков, замедлившись до 5,6% с 5,7% ранее, что создает возможность для снижения ставок ЦБ в мае. Даже если в апреле цены м./м. будут расти теми же темпами, что и в марте (что маловероятно, учитывая повышенный спрос на овощи во время поста и отдельные продукты питания в предпасхальный период), то инфляция в апреле останется на уровне ~7%. Мы по-прежнему ожидаем, что ослабление инфляции будет более выраженным не раньше мая, когда она может опуститься заметно ниже 7%.
- **Мечел потребовалось очередное кредитное послабление.** Мечел договорился с синдикатом банков об изменении ковенант по PXF-кредиту, привлеченному Мечел-Майнинг в объеме 1 млрд долл. Ослабление (в частности, кредиторы согласились на отказ от прав требования по ним на 2013 г.) потребовалось в связи со снижением цен на уголь. Напомним, что этот кредит был реструктурирован еще в прошлом году (Мечел получил льготный период на 12 месяцев, после которого долг будет погашаться ежемесячно равными долями до 2015 г.). Мы считаем, что облигации эмитента, котирующиеся с доходностью 15-17% годовых, не в полной мере учитывают высокую вероятность их реструктуризации, принимая во внимание слабое финансовое состояние компании.

Темы выпуска

- **Альфа-Банк: Базель 3 может потребовать докапитализации**
-

Альфа-Банк: Базель 3 может потребовать докапитализации

Быстрое кредитование негативно сказалось на прибыльности и достаточности капитала

Альфа-Банк (BB+/Ba1/BBB-), крупнейший российский частный банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2П 2012 г., которые оставляют умеренно негативное впечатление. В ходе проведенной вчера телефонной конференции менеджмент также озвучил интересные подробности перехода к Базель 3.

После затишья в начале года во 2П банк сильно нарастил кредитный портфель (2/3 номинировано в рублях): его рост в рублевом выражении составил 22,15% до 31,8 млрд долл. (967 млрд руб.), что заметно опережает среднюю динамику банковской системы (+9,2%). В то же время кредитное качество не пострадало: доля "просрочки" сократилась с 2,2% в 1П до 1,6%, при этом общий объем проблемных кредитов (имеющих признаки обесценения) составил 738 млн долл. (2,3% портфеля), что на 171% покрывается резервами.

Прибыльность оказалась под давлением отчислений в резервы и операционных расходов

Рост чистых процентных доходов (на 19% до 911 млн долл.) оказался не таким впечатляющим как динамика кредитования (чистая процентная маржа сократилась с 5,2% в 1П до 5,0% в целом в 2012 г.), при этом из-за отчислений в резервы (235 млн долл.) в отличие от 1П, когда было восстановлено порядка 140 млн долл., чистый процентный доход после создания резервов оказался на 25% ниже п./п. Негативное давление на чистую прибыль (-48% п./п. до 285 млн долл.) оказали и операционные расходы (+15% п./п.). В результате рентабельность капитала во 2П упала почти в три раза до 10,15%.

Введение Базель 3 может увеличить потребность вливания в капитал и 1-го, и 2-го уровня

Снижение прибыльности в условиях быстрого кредитования оказало негативное давление на капитал: коэффициент общей достаточности капитала (CAR) во 2П 2012 г. сократился на 1,8 п.п. до 15,6%, несмотря на размещение субординированных бондов ALFA 19 номиналом 750 млн долл. Достаточность капитала 1-го уровня снизилась на 2,7 п.п. до 10,3%. В 1 кв. 2013 г. из-за стагнации кредитования банку удалось улучшить достаточность капитала: показатель Н1 увеличился на 25 б.п. до 11,76% на 1 марта 2013 г.

Стоит отметить, что значительное отличие CAR от Н1 (11,5% на 1 января 2013 г.) обусловлено, на наш взгляд, не столько различием в периметре консолидации, сколько разницей в расчете активов, взвешенных с учетом риска (RWA). По нашим оценкам, для Альфа-Банка показатель RWA по международным стандартам составляет 85% активов, а по методологии ЦБ РФ - 114%, что свидетельствует о существенно более жестком регулировании ЦБ РФ.

В ответ на введение Базель 3 (на уровне капитала, без приведения коэффициентов риска к международным стандартам) для поддержания темпов кредитования (по плану 15-20% для корпоративного и 20-25% для розничного портфелей) менеджмент не исключает вливания в капитал со стороны акционеров и размещения впоследствии субординированного долга (согласно Положению № 395-П).

Ключевые финансовые показатели Альфа-Банка

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Активы, в т.ч.	45 932	33 858	+36%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	31 825	24 112	+32%
розничные	4 648	3 062	+52%
корпоративные	27 177	21 050	+29%
NPL 1+/Кредитный портфель	1,6%	2,2%	-0,6 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	5 949	4 351	+37%
Депозиты клиентов	16 342	10 632	+54%
Собственный капитал	4 152	3 897	+6%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,6%	17,4%	-1,8 п.п.
ROE	21,9%	29,7%	-7,8 п.п.
Чистая процентная маржа	5,0%	5,2%	0 п.п.

В млн долл., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	911	767	+19%
Чистый комиссионный доход	333	247	+35%
Прибыль до налогообложения	398	671	-41%
Чистая прибыль	285	544	-48%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Агрессивный рост корпоративного ...

Кредитная экспансия в корпоративном сегменте (+19,5% п./п. в рублевом выражении) заметно опередила рыночную динамику (+6,2%) и произошла более-менее равномерно по отраслям, но были и исключения: так, кредитование газовой индустрии возросло с 35 млн долл. до 652 млн долл. Прирост кредитов, предоставленных торговым предприятиям, составил 2 млрд долл. (до 7 млрд долл.), также заметно увеличилось кредитование электрогенерации (на 1 млрд долл. до 2,4 млрд долл.). Кредитование связанных сторон возросло с 1 млрд долл. на конец 1П до 1,3 млрд долл., но остается на низком уровне относительно всего портфеля.

... и розничного кредитования

Темп прироста розничного кредитования (+40,5% п./п. в рублевом выражении) был выше как рыночной динамики (+17,7%), так и показателей некоторых крупных универсальных банков: в частности, Сбербанк (+21,8%). Ключевыми направлениями в рознице остаются кредитные карты (+61%) и POS-кредиты (+59%) при темпе роста рынка потребительских кредитов на 42%.

Финансирование кредитов потребовало привлечения госсредств

Для финансирования столь быстрого роста (в объеме 7,7 млрд долл.) пришлось привлекать средства от государства (их объем вырос на 1,4 млрд долл. до 2,4 млрд долл.), при этом приток средств корпоративных и розничных клиентов составил 4,55 млрд долл. и 1,7 млрд долл., соответственно. Кроме того, на публичных рынках долговых ценных бумаг Альфа-Банку удалось привлечь 2,5 млрд долл. (векселя - 1 млрд долл., рублевые облигации - 460 млн долл., "суборд" - 750 млн долл., а также ЕСП). Объем средств, привлеченных от связанных сторон, возрос с 2,7 млрд долл. до 3,2 млрд долл. (12% от всех клиентских средств).

Вероятно, основное поступление средств корпоративных клиентов произошло в конце декабря, что привело к накоплению денежных средств (+2,1 млрд долл. до 5,2 млрд долл.). Объем ликвидности, которую банк может привлечь с рынка или от ЦБ РФ и Минфина, в том числе, под залог активов, менеджмент оценивает в 7 млрд долл., при этом 2 млрд долл. приходится на кредиты от ЦБ РФ под залог кредитов (< 7% портфеля), 0,7 млрд долл. - на бумаги, входящие в список РЕПО ЦБ, 2,8 млрд долл. - на депозиты от Минфина. Это вместе с запасом денежных средств полностью покрывает размер долговых ценных бумаг в обращении (8,1 млрд долл.).

Рублевые облигации банка торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 230-260 б.п., что в целом соответствует бумагам категории ВВ. Лучшей альтернативой облигациям банка являются выпуски ЮниКредит Банка (ВВВ/-/ВВВ), которые предлагают премию к ОФЗ в размере 240 б.п., что выглядит избыточно для бумаг с инвестиционным рейтингом. Кроме того, в среднесрочной перспективе Альфа-Банк планирует размещение рублевых облигаций. На рынке еврооблигаций выпуски эмитента, по нашему мнению, оценены справедливо. Лучшей альтернативой "суборду" ALFA 19, котирующемуся с премией 80 б.п. к старшим бондам, являются GPB 19, которые имеют премию за субординацию 100 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-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

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

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

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.