

## Пульс рынка

---

- **М. Драги разочаровал рынки.** Вчерашние меры по расширению монетарных стимулов со стороны ЕЦБ, Банка Англии и Национального Банка Китая оказались в рамках ожиданий, поэтому не оказали позитивного эффекта на рынки. Напротив, инвесторы негативно отреагировали на заявление главы ЕЦБ о том, что снижение базовой ставки может не привести к оживлению экономики, которая по-прежнему слаба, и риски рецессии сохраняются. Мировые индексы падали в течение последней торговой сессии. Сегодня будет опубликован отчет о рынке труда в США. Предварительные данные свидетельствуют о некотором улучшении ситуации по сравнению со слабыми результатами последних двух месяцев. Также сегодня выйдут данные о промышленном производстве в Германии и Испании, которые ожидаются достаточно слабыми.
- **Испания и Франция разместили бонды.** Вчера состоялся аукцион по размещению 3-, 4- и 10-летних испанских облигаций на 3 млрд евро. Доходности по 10- и 4-летним бумагам оказались на 20-40 б.п. выше, чем на июньском аукционе, но 3-летние бонды были размещены на 40 б.п. ниже, чем в июне. В то же время Франция разместила 10-летние бумаги с УТМ 2,53%, что совсем немного превысило июньский показатель – 2,46%.
- **Ситуация на денежном рынке стабилизировалась, но ненадолго.** На этой неделе на фоне некоторого притока средств из бюджета (по нашим оценкам, не более 100 млрд руб.) банкам удалось немного снизить пролонгируемый объем о/п РЕПО с ЦБ - с 532 млрд руб. до 297 млрд руб., что, впрочем, не должно вводить в заблуждение, поскольку стало возможным в том числе и из-за привлеченной банками внушительной суммы по сделкам под обеспечение нерыночными активами (+295 млрд руб. с середины июня до 541 млрд руб. на текущий момент). Короткие ставки денежного рынка опустились в среднем до 5,5%, что, тем не менее, по-прежнему выше аукционной ставки по РЕПО с ЦБ и свидетельствует о сохранении напряженности. Банки продолжают "выбирать" лимиты ЦБ по сделкам РЕПО в полном объеме, что указывает на то, что рост ставок может возобновиться уже в скором времени. Напомним, что в следующий вторник начинается новый период усреднения, что будет сопровождаться повышенным спросом на ликвидность накануне. Мы полагаем, что смягчить ситуацию могло бы сопоставимое расширение лимитов по РЕПО со стороны ЦБ, однако сейчас, когда залог по этим сделкам постепенно подходит к критическим уровням, желательно более активное участие Казначейства РФ с размещениями средств на депозиты банков. О том, что в среднесрочной перспективе тенденция к росту ставок сохраняется, указывает растущая негативная чистая ликвидная позиция, которая сегодня на утро составляет -1,1 трлн руб. (корсчета и депозиты в ЦБ за вычетом обязательств банков перед госсектором).
- **Банк Русский Стандарт (В+/Ва3/В+) разместил евробонды по нижней границе диапазона.** Номинал 5-летнего выпуска с пут-опционом через 3 года составил 350 млн долл., ставка купона установлена на уровне 9,25%, что, как мы писали вчера, представляется нам достаточно щедрой премией даже в текущих условиях. **Россельхозбанк (-/Ваа1/BBB)** намерен на следующей неделе провести роуд-шоу в Швейцарии, после которого также возможно размещение бумаг в местной валюте. А **Банк Санкт-Петербург (-/В1 (суб.)/-)** может перенести размещение субординированных евробондов, по сообщению Интерфакса. Напомним, что по 7-летним бумагам на сумму 250-300 млн долл. первоначальный ориентир доходности был установлен в нижней части 11%-го диапазона.
- **Новое рублевое предложение от Газпромбанка (BB+/Ваа3/-).** Сегодня закрывается книга заявок по выпуску ГПБ-06 номиналом 10 млрд руб. к офerte через 2 года. Ориентир по доходности - 8,94-9,2%, что, на наш взгляд, не предполагает премию к кривой банков 1-го эшелона. Однако, принимая во внимание общий оптимизм на рынке, мы не исключаем, что в итоге размещение может пройти ниже объявленного диапазона. Напомним, что также на этой неделе банк разместил трехлетние евробонды в швейцарских франках на сумму CHF 400 млн (@ 3,375%).

## Темы выпуска

---

- **ВТБ: зависимость от госсредств снижается**
-

## ВТБ: зависимость от госсредств снижается

**Неоднозначные  
результаты 1 кв. 2012  
г.**

Банк ВТБ (BBB/Baa1/BBB), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2012 г., которая оставила смешанное впечатление. С одной стороны, банк продемонстрировал отрицательную динамику кредитного портфеля, тогда как и Сбербанк, и Газпромбанк увеличили объемы кредитования (+6% кв./кв. и +2% кв./кв., соответственно). В целом по системе, по данным ЦБ, рост составил 1,5%. Заметно снизилась и чистая процентная маржа (на 0,5 п.п.) в результате роста стоимости фондирования при снижении процентных доходов.

С другой стороны, за счет улучшения прибыльности (в основном, по торговым операциям на валютном и фондовом рынке) и, очевидно, снижения размера активов, взвешенных по риску, ВТБ удалось повысить достаточность капитала (коэффициент достаточности капитала первого уровня увеличился с 9,0% до 9,6%) и сохранить рентабельность капитала на уровне 15%. Тем не менее, на наш взгляд, в ближайшее время давление на достаточность капитала окажет выплата дивидендов (9,2 млрд руб.). Также в апреле 2012 г. банк осуществил обратный выкуп акций на общую сумму 11,3 млрд руб.

Кром того, как мы понимаем, ситуация с ликвидностью несколько улучшилась: разбивка активов и обязательств по срочности в отчетности не представлена, тем не менее, краткосрочные инструменты рефинансирования от ЦБ и Минфина были в значительном объеме погашены.

**Менеджмент  
подтверждает  
прогнозы на 2012 г.**

В ходе телеконференции менеджмент подтвердил озвученный ранее ориентир по росту портфеля в 2012 г. на 15-16% при достижении достаточности капитала 1-го уровня в 10%. При этом ожидается, что розница будет расти опережающими темпами (+20% в сравнении с 13% по корпоративным кредитам), что позволит стабилизировать маржу на уровне выше 4%.

### Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	6 450,5	6 789,6	-5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	4 551,5	4 590,1	-1%
розничные	861,1	824,1	+4%
корпоративные	3 690,4	3 766,0	-2%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,5%	5,4%	+0,1 п.п.
Вложения в ценные бумаги	800,1	970,2	-18%
Выпущенные долговые бумаги	829,9	664,5	+25%
Срочные депозиты клиентов	2 343,9	2 684,5	-13%
Собственный капитал	629,3	625,1	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,7%	13,0%	+0,7 п.п.
ROE	15,0%	15,0%	-

  

В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	54,0	77,9	-31%	46,0	+17%
Чистый комиссионный доход	10,3	12,1	-15%	8,0	+29%
Операционные доходы	74,8	69,6	+7%	65,1	+15%
Чистая прибыль	23,3	17,9	+30%	26,1	-11%
Чистая процентная маржа	3,8%	4,3%	-0,5 п.п.	4,8%	-1,0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**ВТБ отстает от рынка по динамике кредитного портфеля**

Мы отмечаем, что по динамике кредитного портфеля ВТБ отстает от Сбербанка и ГПБ как в розничном, так и в корпоративном сегментах. При этом, если не принимать во внимание реклассификацию в кредитную задолженность части специального выпуска ОФЗ, высвобожденного из-под залога по РЕПО (на конец 1 кв. 2012 г. - 240 млрд руб.), то снижение корпоративного портфеля было более существенным - минус 5%. Менеджмент связывает такие результаты с укреплением рубля на 9% в 1 кв. 2012 г., поскольку около трети портфеля приходится на валютные кредиты. Следуя этой логике, вероятно, по итогам 2 кв. 2012 г., когда рубль обесценился по отношению к доллару на 12%, банк должен продемонстрировать опережающую динамику портфеля.

**Банк сохранил стабильный уровень NPL, но заметно нарастил резервы**

ВТБ удалось сохранить показатель NPL на уровне 5,5%. Однако настораживает тот факт, что в 1 кв. 2012 г., по словам менеджмента, исходя из контрциклической политики резервирования, банк создал дополнительные резервы по портфелю на сумму более 20 млрд руб. В результате покрытие NPL резервами возросло на 7,1 п.п. до 118%. В ходе телеконференции, менеджмент сообщил, что в течение оставшегося года досоздание столь же значительных резервов не планируется.

**Позиция в ценных бумагах сократилась из-за погашения РЕПО с ЦБ и перевода ОФЗ 46023 в кредитный портфель**

Позиция в ценных бумагах (торговый и инвестиционный портфели) за 1 кв. 2012 г. сократилась на 170 млрд руб. Основной причиной изменений стало погашение части задолженности по РЕПО с ЦБ и, соответственно, перевод из портфеля ценных бумаг высвобожденной из залога по нему части специального выпуска ОФЗ 46023 (выкупленного Банком Москвы в конце 2011 г. на средства льготного кредита АСВ) в состав кредитного портфеля (на ~125 млрд руб.). В обязательствах статья "Задолженность перед центральными банками" сократилась на 169 млрд руб.

Торговый портфель (без учета бумаг, заложенных по РЕПО) уменьшился почти на 73 млрд руб., главным образом, за счет сокращения позиции в ОФЗ (-24 млрд руб.), а также передачи в залог по РЕПО евробондов и рублевых облигаций российских эмитентов (на 17 млрд руб.).

**Доля государства в обязательствах снизилась до 31%**

Стоит отметить, что доля средств от организаций, связанных с государством, в обязательствах за 1 кв. 2012 г. снизилась с 36% до 31%. Погашение депозитов госорганов (прежде всего, Минфина) в 1 кв. 2012 г. составило 254 млрд руб., что было частично компенсировано выпуском векселей (+162 млрд руб.). Кроме того, в 1 кв. были размещены ноты в объеме 220 млн долл. в рамках программы EMTN. Отток средств с депозитов корпоративных клиентов (-127 млрд руб.) был в значительной мере нивелирован увеличением средств на расчетных счетах (+86 млрд руб.) и ростом депозитов физлиц (+41 млрд руб.). Также заметно сократились денежные средства и их эквиваленты (-77 млрд руб.).

**Банк активно использует рынки долгового капитала**

Уже после отчетной даты (в апреле 2012 г.) ВТБ разместил бонды VTB 17 (@6%) номиналом 1,5 млрд долл. Мы полагаем, что банк будет использовать рынки долгового капитала для рефинансирования погашаемых в этом году долговых инструментов на общую сумму 2,3 млрд долл. Кроме того, как мы понимаем, потребность в длинной ликвидности у банка все же остается.

**Чистая процентная маржа сократилась на фоне роста стоимости фондирования и сокращения портфеля**

На фоне снижения кредитного портфеля и процентных доходов при одновременном росте стоимости фондирования как в корпоративном, так и в розничном сегментах чистая процентная маржа ВТБ сократилась с 4,3% в 4 кв. 2011 г. до 3,8% в 1 кв. 2012 г. Менеджмент полагает, что в целом по рынку текущая стоимость депозитов уже достигла справедливого уровня, в настоящий момент происходит пересмотр стоимости кредитов, что по итогам года должно позитивно сказаться на чистой процентной марже банка (ожидается на уровне выше 4%).

**Торговые операции обеспечили значительную прибыль в 1 кв. 2012 г. ...**

Тем не менее, благодаря прибыли, полученной по торговым операциям (1 млрд руб. по торговому портфелю против убытка в 4 кв. 2011 г. в 25 млрд руб., 25,4 млрд руб. по валютным сделкам против убытка 4,5 млрд руб.) ВТБ удалось нарастить операционный доход (+7% кв./кв.). Снижение расходов на персонал на 4,5 млрд руб. внесло дополнительный вклад в рост чистой прибыли.

**... из-за волатильности  
рынков результаты 2  
кв. 2012 г. могут быть  
хуже**

Мы отмечаем подверженность результатов банка рыночному риску в связи со значительным объемом ценных бумаг на балансе, в т.ч. портфель акций составляет около 134 млрд руб. По итогам 2 кв. 2012 г. можно ожидать ухудшения результатов деятельности банка на финансовых рынках в связи с их общей негативной динамикой.

**Выпуски ВТБ  
справедливо оценены**

Рублевые облигации эмитента выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ОФЗ в пределах 140-170 б.п. На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков бумаги ВТБ исторически торгуются с премией к другим российским госбанкам (в частности, спред ВТБ 17 - Sberbank 17 сейчас составляет ~100 б.п.). По нашему мнению, в настоящий момент потенциала для его значительного сужения нет.

## 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 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	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### 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 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 ожидаемо оставил ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

### 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
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.