

Пульс рынка

- В отсутствие значимых событий рынки сохранили позитивные настроения, привнесенные заверениями лидеров Германии и Франции в том, что Греция останется внутри еврозоны, а также готовностью ЕЦБ предоставить ликвидность для спасения периферийных стран. Также оптимистичному настрою способствовал высокий спрос на аукционах по размещению суверенных облигаций Испании в объеме 3,95 млрд евро, который оказался выше, чем на предыдущем аукционе. Стоит отметить сужение CDS на Испанию и Италию снизились на 50-70 б.п., также небольшое снижение наблюдалось по CDS на Грецию. Индексы акций прибавили 1-2%, а рынок UST продемонстрировал рост доходностей, в частности, 10Y UST поднялись на 8 б.п. до YTM 2,07%. Мы считаем, что проблема с долгами ЕС еще далека от разрешения, поэтому после небольшого отскока рынок вновь вернется на медвежий тренд.
- Вчера первый зампред ЦБ г-н Улюкаев раскрыл ряд подробностей курсовой и процентной политики регулятора, что позволило нам несколько скорректировать оценки, представленные в нашем вчерашнем ежедневном обзоре. Во-первых, был озвучен текущий валютный коридор ЦБ: 32,15-37,15 руб. за корзину. Соответственно, ЦБ начинает продавать валюту выше 35,15 руб., а не 35,10 руб., как мы думали. Во-вторых, по словам Улюкаева, объем этих продаж на этой неделе составлял около 100 млн долл. в день, ранее мы оценивали его на уровне 150 млн долл. Таким образом, ЦБ сдерживает ослабление рубля в диапазоне 35,15-36,15 руб. за корзину в несколько меньшей степени, чем мы предполагали, соответственно меньше и объем изымаемой рублевой ликвидности. Также Улюкаев заявил, что не видит дальнейшей необходимости по сужению процентного коридора. Похоже, ЦБ сейчас устраивает коридор 150 б.п., и он не стремится достичь уровня 100 б.п., типичного для развитых стран. Мы предполагали, что при негативном сценарии дальнейшее сужение коридора возможно, но, судя по данному заявлению, можно заключить, что в случае ухудшения ситуации с ликвидностью Центральный Банк скорее сдвинет вниз весь коридор.
- КБ Восточный Экспресс (Moody's: B2/Стабильный) начал маркетинг нового выпуска БО-3 номиналом 3 млрд руб., озвучив ставку купона на уровне 10,1-10,5% годовых, что соответствует YTP 10,36 - 10,78% к годовой оферте. Обращающиеся выпуски облигаций БО-1 (YTM 10,2%@ март 2013 г.) и БО-5 (YTP 9%@ апрель 2012 г.) не отличаются высокой ликвидностью, однако, судя по доходностям последних сделок по этим бумагам, верхняя граница ориентира предполагает некоторую премию к рынку, в т.ч. за отсутствие возможности совершать РЕПО с ЦБ. На этих уровнях новый выпуск может заинтересовать только тех инвесторов, кто в текущих условиях готов формировать портфель.

Темы выпуска

- Промышленность ускорилась, но риски остаются
 - МКБ - крепкий игрок в корпоративном кредитовании
-

Промышленность ускорила, но риски остаются

Рост производства в августе превысил ожидания экспертов

Результаты российской промышленности в августе 2011 г. превзошли не только наши ожидания, но и оценки большинства экспертов. Если консенсус-прогнозы ведущих информационных агентств предполагали рост выпуска не более чем на 5,5% в последний месяц лета, то в действительности промышленность продемонстрировала ускорение в годовом выражении до 6,2% против 5,2% месяцем ранее. Примечательно, что столь существенному улучшению динамики не препятствовало даже сравнение с более высокой базой прошлого года.

Важно, что растет не только обрабатывающая промышленность

Важно, что наряду со сферой обработки, которая традиционно является основной движущей силой промышленного выпуска (+7,1% г./г. против +5,5% г./г.), позитивную динамику продемонстрировали и остальные сектора. После стагнации в течение нескольких месяцев темпы роста добывающей промышленности повысились до 3,3% г./г. против 1,8% г./г. в июле. В то же время, производство и распределение электроэнергии, газа и воды ускорило свой рост до 2,3% г./г. против 1,9% в июле.

Достижению высоких темпов роста обрабатывающий сектор по-прежнему обязан выпуску машин и оборудования, который, несмотря свою цикличность, занимает лидирующие позиции по темпам выпуска. Это может быть сопряжено с экспортом машин и оборудования, который в этом году показывает хорошие результаты и является одной из немногих растущих категорий в терминах физических объемов. Не хуже, чем в июле оказался выпуск подавляющей части строительных материалов, которые с начала года характеризуются устойчивой тенденцией к росту. Сильные показатели продемонстрировал сектор транспортных средств, где несмотря на прекращение госпрограммы утилизации, производство легковых и грузовых автомобилей в годовом выражении ускорило до 46,4% и 45,9% соответственно. Неплохо показала себя химическая отрасль, однако активность в ней постепенно сбавляет обороты (каучуки, пластмассы, аммиак, удобрения и т.д.). Снижение темпов роста коснулось и металлургии, правда в этом сегменте такое развитие событий ожидаемо на фоне постепенного достижения докризисной загрузки мощностей.

Улучшение промышленной статистики после нескольких месяцев умеренного роста, которое могло быть вызвано и разовыми причинами (к примеру, всплеск выпуска силового и энергетического машиностроения), еще не является признаком формирования положительной тенденции. В то же время, хорошие показатели промышленности при ухудшении внешнеэкономической конъюнктуры и снижении индексов предпринимательской уверенности оставляют надежду на то, что возникновение каких-либо осложнений не повлечет за собой сильного урона для отечественной промышленности.

Наши ожидания продолжения роста связаны со строительством

Поскольку значительная часть потребительского спроса удовлетворяется за счет импорта, наши ожидания сохранения роста в обрабатывающей промышленности, прежде всего, связаны со строительством, которое будет набирать обороты при более интенсивном освоении инвестиционных расходов как государством, так и компаниями, по мере приближения к концу года.

МКБ - крепкий игрок в корпоративном кредитовании

МКБ (-/B1/B+), входящий в ТОП-25 российских банков по размеру активов, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем позитивно, с точки зрения кредитного профиля эмитента. Общий размер кредитного портфеля вырос на 41% до 150,8 млрд руб. при этом NPL (с учетом реструктурированных кредитов) снизился с 2,7% в начале года до 1,5%. Чистая процентная маржа сократилась на 80 б.п. по сравнению с 1П 2010 г. до 4,8%, при этом само снижение маржи в целом наблюдалось у многих универсальных банков из ТОП-25. Общая достаточность капитала выросла на 1,6 п.п. до 15,2% за счет вливания со стороны акционера.

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	203 906	165 471	+23%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	150 826	106 645	+41%
корпоративные	126 463	88 318	+43%
розничные	24 363	18 327	+33%
Кредиты клиентам, нетто	147 390	103 852	+42%
NPL/Кредитный портфель	0,9%	1,5%	-0,6 п.п.
Депозиты клиентов	120 755	95 088	+27%
Оптовые источники фондирования	42 604	33 700	+26%
Собственные средства	23 653	13 767	+72%
Коэффициент общей достаточности капитала	15,2%	13,6%	+1,6 п.п.
RoAE	19,9%	24,4%	-4,5 п.п.
RoAA	2,0%	2,4%	-0,4 п.п.
Расходы/Доходы	39,6%	37,0%	+2,6 п.п.

В млн руб., если не указано иное	1П 2011 г.	1П 2010 г.	изменение
Чистый процентный доход	3 874	2 546	+52%
Чистый комиссионный доход	1 065	773	+38%
Операционные доходы	4 578	3 078	+49%
Чистая прибыль	1 859	1 261	+47%
Чистая процентная маржа	4,8%	5,6%*	-0,8 п.п.

* данные на конец 2010 г.

Источник: отчетность МКБ, оценки Райффайзенбанка

Рост кредитного портфеля МКБ обгоняет рынок...

По темпам роста кредитного портфеля МКБ заметно опережает средние банки, совокупный объем кредитов на балансе которых, по нашим оценкам, вырос с начала года на 13%. Основной вклад в увеличение портфеля внес сегмент корпоративных кредитов, который вырос на 43% до 126,4 млрд руб. Корпоративный портфель достаточно хорошо диверсифицирован по отраслям: наибольшую долю (порядка 18%) занимает сектор недвижимости (девелопмент, строительство жилой недвижимости, производство строительных материалов, аренда недвижимости). Прирост розничных кредитов, на которые приходится около 16% всего портфеля, составил 33%, что также выглядит высоким значением на фоне среднерыночных показателей. Порядка 30% всех розничных кредитов занимает ипотека, а на долю автокредитов приходится чуть менее четверти. Тем не менее, основной рост розничного сегмента произошел за счет прочих продуктов (как мы понимаем, преимущественно, потребительского кредитования).

.. не в ущерб кредитному качеству

Качество кредитного портфеля улучшилось, о чем свидетельствует снижение показателя NPL с учетом реструктурированных кредитов с 2,8 млрд руб. до 2,3 млрд руб. Объем списаний также сократился - в 1П 2011 г. списано было порядка 170 млн руб., в то время как в 1П 2010 объем списаний составил 279 млн руб. На долю реструктурированных кредитов приходится менее 1% всего портфеля.

Высокая концентрация просрочки приходится на ипотеку

Стоит отметить, что, несмотря на свою скромную долю в портфеле, розничный сегмент вносит наибольший вклад в общий показатель NPL (порядка 67%). Самая высокая концентрация кредитного риска приходится на ипотечные кредиты, показатель NPL по которым составляет порядка 8,2% (в 2010 г. - 11,7%). В то же время качество розничного сегмента улучшается, на что указывает снижение NPL с 6,5% до 3,6%. Банк придерживается консервативной политики резервирования, в частности, объем резервов на 147% покрывает показатель NPL с учетом реструктурированных кредитов и на 164% всю просроченную задолженность.

Акционер увеличил Tier 1 CAR до комфортного уровня

Основной акционер (г-н Авдеев) продолжил поддерживать деятельность банка дополнительными вливаниями в капитал банка (дополнительная эмиссия составила 4,5 млрд руб.), что вместе с увеличением нераспределенной прибыли (на 31% с начала года), а также переводом части субординированных кредитов от акционера в капитал первого уровня (на 3,5 млрд руб.) привело к повышению коэффициента достаточности на 4,1 п.п. до 12,9%, коэффициент общей достаточности капитала также вырос до 15,2%. Таким образом, поддержка

Банк снизил позицию на рынке ценных бумаг

акционера уменьшает риски ухудшения показателей капитализации банка на фоне быстрого роста кредитного портфеля.

Заметные изменения за отчетный период произошли в сегменте казначейства. Банк сократил объем портфеля ценных бумаг на 8 млрд руб. до 24 млрд руб. и увеличил объем средств, предоставляемых на рынке МБК, на 3,6 млрд руб. до 4,2 млрд руб. Почти весь портфель ценных бумаг состоит из облигаций, при этом доля ОФЗ - 49%, корпоративных бумаг с рейтингом не ниже ВВ- (то есть, с большой вероятностью, входящих в список РЕПО ЦБ) - около 28%. Банк сократил не только размер портфеля ценных бумаг, но и снизил финансовый рычаг по нему. Доля позиции, фондируемая за счет РЕПО, сократилась с 37% до 11%. Мы позитивно оцениваем снижение зависимости банка от процентного риска в условиях текущей волатильности финансового рынка.

Доля депозитов физлиц выросла до 54% в средствах клиентов

В структуре обязательств доля средств клиентов выросла с 63% до 67% (или 121 млрд руб.), а доля выпущенных долговых бумаг - с 18% до 20% (или 36 млрд руб.). Наибольший вклад в увеличение средств клиентов внесли депозиты физлиц, доля которых увеличилась на 4 п.п. до 54% (или 65 млрд руб.). За отчетный период эмитент разместил три выпуска рублевых облигаций: МКБ БО-1 номиналом 3 млрд руб. (оферта в феврале 2013 г.), МКБ БО-4 номиналом 5 млрд руб. (оферта в октябре 2012 г.), МКБ БО-5 номиналом 5 млрд руб. (погашение без оферты в июне 2014 г.). Также, уже после отчетной даты, в июле банк успешно разместил трехлетние еврооблигации на сумму 200 млн долл.

Риски рефинансирования находятся на низком уровне

В течение 12 месяцев, следующих за отчетной датой, банку предстоит исполнить публичные обязательства на сумму 17 млрд руб. (из них только 2 млрд руб. поашение МКБ-5, остальное - векселя). Кроме того, по выпуску МКБ-8 номиналом 3 млрд руб. предусмотрена оферта в октябре этого года. Высоколиквидные активы банка, к которым мы относим денежные средства, на корсчетах в ЦБ (за исключением ФОР), краткосрочные МБК и облигации, свободные от залога и входящие в список РЕПО ЦБ (без учета дисконта), оцениваются нами в размере 33 млрд руб. Очевидно, что такой объем ликвидности более чем достаточен для выполнения краткосрочных обязательств банка. Также мы отмечаем, что у МКБ нет разрыва в ликвидной позиции, который характерен для банков, имеющих высокую долю средств клиентов в обязательствах. Учитывая высокую ликвидность банка, мы не ожидаем предложения новых облигаций от эмитента до конца года.

Основной вклад в чистую прибыль вносит корпоративное кредитование

За отчетный период процентные доходы по темпам роста опередили процентные расходы, что привело к повышению чистого процентного дохода на 56% г./г. до 3,8 млрд руб. Несмотря на улучшение показателей NPL банк увеличил отчисление в резервы на 18,5% до 814 млн руб. Хотя розничный сегмент пока имеет скромную долю в активах, его вклад в совокупный доход составил 63%, однако, по причине высоких административных и процентных расходов, доля розницы в общем результате составляет лишь 14%, при этом основную прибыль банку приносит корпоративное кредитование. Снижение чистой процентной маржи, на наш взгляд, произошло, помимо прочего, по причине увеличения доли депозитов физлиц в обязательствах банка.

Интересны БО-4 с удержанием до погашения, а бонды МСВ14 недооценены

Из обращающихся рублевых облигаций эмитента торговая ликвидность присутствует только в трех выпусках БО-1,4,5, из которых, по нашему мнению, интерес представляют короткие БО-4 (YTP10,1% @ октябрь 2012 г.) в рамках реализации стратегии buy&hold для тех инвесторов, которые в текущей конъюнктуре готовы формировать портфель. Евробонды МСВ-14 (YTM9,87%) торгуются с премией к близкому по дюрации выпуску PSB14 (YTM7,70%) более 200 б.п., которая выглядит избыточной, принимая во внимание разницу в кредитных рейтингах эмитентов в две ступени по версии Moody's.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900 доб.5023
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.