

Пульс рынка

- **Рынок UST не верит в то, что QE надолго.** Рынки акций продолжают спекулятивный рост на ожиданиях сохранения монетарных стимулов, по крайней мере, до начала следующего года (американские индексы прибавили еще 0,5%). Позитив рынка акций не в полной мере разделяют инвесторы на долговых рынках: доходности 10-летних UST остались около YTM 2,7%. Не исключено, что речь Дж. Йеллен в пользу сохранения QE является лишь "предвыборным обещанием". На этой неделе интерес представляет стенограмма с последнего заседания FOMC, которая будет опубликована в среду.
- **Щедрость Казначейства удержит ставки МБК от заметного повышения.** Начало нового периода усреднения сопровождалось довольно заметным ростом задолженности по РЕПО с ЦБ: с 1,97 до 2,35 трлн руб. Благодаря такому притоку на корсчета (выросли до 990 млрд руб.) RUONIA до пятницы оставалась ниже 6%. На предстоящей неделе основным источником опасности для ставок может быть не столько выплата НДС (до 20 ноября, наша оценка <100 млрд руб.), а то, насколько банки продолжат сокращать задолженность перед Казначейством РФ (оно предлагает 325 млрд руб. под погашение 299 млрд руб.). В случае, если банки привлекут на депозитных аукционах Казначейства <200 млрд руб., существует риск, что РЕПО с ЦБ достигнет "порогового" уровня в 2,5 трлн руб., а это может привести к росту о/п ставок до 6,5%. Но, учитывая достаточно большой лимит со стороны Казначейства, мы не рассматриваем данный сценарий как базовый и прогнозируем, что о/п ставки к концу недели поднимутся лишь до 6,1%-6,2%.
- **РСХБ получит лишь половину необходимого.** По сообщению замминистра финансов, РСХБ будет докапитализирован на 30 млрд руб. за счет бюджетных средств (готовится соответствующая поправка в бюджет на 2013 г.). Напомним, что потребность в новом капитале, по оценкам менеджмента банка, составляет 60 млрд руб. (по-видимому, без учета создания резервов по плохим кредитам), или 31% от собственных средств на 1 октября 2013 г., что, при прочих равных, позволило бы увеличить достаточность капитала на 2 п.п. Таким образом, выделенные средства позволят поднять Н1 лишь на 1 п.п. (12,77% на 1 октября), что обеспечит рост кредитного портфеля темпом +9% г./г. (против текущих 18% г./г.), принимая во внимание нулевую прибыльность банка (весь доход "съедается" административными издержками). Из обращающихся бондов РСХБ мы по-прежнему предпочитаем выпуск RSHB 21 (YTC 5,6% @ июнь 2016 г.), субординированному по старым правилам (без условия loss-absorption), который предлагает избыточную премию 150 б.п. к старшим выпускам. Этот выпуск является лучшей альтернативой суборду RSHB 23 (YTM 8,6%), который, по нашим оценкам, несет премию всего 100 б.п. за условие loss-absorption.
- **Облигации ТКС Банка упали по ошибке.** Высокую волатильность в котировки как акций, так и облигаций банка внесла опечатка (о ней сообщила глава комитета Госдумы по финансовому рынку), допущенная в законопроекте о потребительском кредитовании. Она привела к неверному его толкованию (получалось, что поправка запрещала доставку карт с помощью курьеров). В результате рублевые облигации полностью восстановили ценовые потери, понесенные в первой половине дня, чего не скажешь о субординированных евробондах АКВНС 18 (YTM 11,4%), которые в пятницу подешевели на 5 п.п. (до 109% от номинала). Мы считаем эти бумаги спекулятивно перепроданными (в сравнении с бондами RSCF 18).
- **БРС (В+/В2/В+) опять "промахнулся" по ставке.** В ходе оферты в пятницу по выпуску БО-1 номиналом 5 млрд руб. эмитенту пришлось выкупить 80% выпуска. Таким образом, инвесторов не устроила ставка купона 8,8% годовых к погашению через год (= ОФЗ +300 б.п.). Напомним, что ставка предыдущего купона составляла 9,4% к годовой оферте. Недавно закрылась книга заявок по размещению 2-летних БО-7 банка Центр-инвест (Moody's: Ba3) со ставкой купона 9,2% годовых, что соответствует премии 305 б.п. к ОФЗ. Учитывая разницу в кредитных рейтингах, мы считаем, что облигации БРС должны давать премию к выпускам Центр-инвест в 50 б.п., что транслируется в справедливую доходность БО-1 на уровне 9,3% годовых.

Темы выпуска

- **Восточный Экспресс: оптимизация затрат дала прибыль**

Восточный Экспресс: оптимизация затрат дала прибыль

Первый прибыльный квартал в этом году

КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1/Стабильный), 30-й по величине активов российский банк (по данным Интерфакса на 1 октября 2013 г.), опубликовал финансовые результаты за 9М 2013 г. по МСФО. Рост кредитного портфеля (+1% в 3 кв. - до 209 млрд руб.) заметно замедлился (для сравнения: +10% в 1П 2013 г.), отстав от рынка (розничный сегмент по системе прибавил в среднем 7%). Негативным моментом стало продолжающееся ухудшение качества кредитов: NPL 90+ увеличился с 10% в 1П 2013 г. до 12%, что все еще покрывается чистой процентной маржой, которая, по данным менеджмента, составила 19,1% за 9М 2013 г. (что на 90 б.п. выше, чем в 2012 г.). Прибыль, полученная в 3 кв. в объеме 519 млн руб., позволила компенсировать убыток 1П, в результате за 9М она составила 155 млн руб. На фоне стагнации кредитного портфеля это позволило повысить достаточность капитала 1-го уровня по МСФО - на 1 п.п. до 13%. По РСБУ достаточность капитала (Н1) увеличилась всего на 8 б.п. до 11,76%.

Ключевые финансовые показатели КБ Восточный Экспресс

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Активы, в т.ч.	237 855	234 189	+2%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	208 996	206 977	+1%
розничные	205 653	203 198	+1%
корпоративные	3 343	3 779	-11%
NPL 90+/Кредитный портфель	12,0%	10,1%	+1,9 п.п.
Вложения в ценные бумаги	13 796	14 893	-7%
Выпущенные долговые бумаги	14 654	9 495	+54%
Средства клиентов	177 206	179 356	-1%
Собственный капитал	27 598	25 761	+7%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,4%	14,5%	+0,9 п.п.
Чистая процентная маржа	19,1%	16,9%	+2,2 п.п.
в млн руб., если не указано иное		3 кв. 2013	1П 2013
Чистый процентный доход до резервов		10 493	18 229
Чистый комиссионный доход		148	-35
Чистая прибыль		519	-363

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Сокращение сегмента кредитных карт

Основная кредитная активность по-прежнему сосредоточена в сегменте потребительских кредитов, объем которых в 3 кв. увеличился на 4,9%, а за 9М - на 29% (с долей в розничном портфеле 62%). В то же время сегмент кредитных карт продолжил снижаться (на 3,7% в 3 кв. и 15,8% за 9М с долей в розничном портфеле 19%), что выглядит естественным, принимая во внимание уровень кредитного риска. В остальных сегментах значительных изменений не произошло. За 9М 2013 г. в результате оптимизации сети, по размеру которой банк уступает лишь Сбербанку и РСХБ, число точек продаж сократилось с 1 647 до 957, при этом число отделений увеличилось с 739 до 780.

Без признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов

Показатель NPL 90+ по розничным кредитам в абсолютном выражении продолжил расти (на 21,4% до 24,8 млрд руб.), при этом в 3 кв. плохие кредиты были проданы, как минимум, на сумму 3,6 млрд руб. (для сравнения, в 1П на 4,6 млрд руб.). NPL 90+ в сумме с проданными кредитами достиг 13,8% портфеля, что на 1,5 п.п. выше аналогичного показателя в 1П. По сегменту кредитных карт, на который приходится наибольшая концентрация кредитного риска, произошла стабилизация NPL 90+ на уровне 19,7%. В сумме со списаниями этот показатель достиг ~23,5%, что ниже процентной ставки по кредитным картам (33%-39% годовых). Рост просрочки в потребкредитовании (основном сегменте), где средняя ставка составляет 23-47% годовых, продолжился (с 8,5% в 1П 2013 г. до 10,6%) при относительно высоком объеме продаж "плохих" кредитов - 1,4%. Об отсутствии признаков существенного ухудшения качества кредитов в 4 кв. 2013 г. свидетельствует стабилизация NPL 30-90 дней на уровне 4,4%

розничного портфеля.

Менеджмент банка ожидает стабилизацию объема "плохих" кредитов (частоты дефолтов) на текущем уровне, а показателя CoR - в районе 12-13%.

Резервы не покрывают NPL 90+

Резерв под обесценение не покрывает в полном объеме NPL 90+ ни в одном сегменте необеспеченного розничного кредитования (в потребительском кредитовании - на 88%, в кредитных картах - на 86%). Досоздание резервов до полного покрытия NPL 90+ потребовало бы 2,7 млрд руб., что сократило бы достаточность капитала 1-го уровня на 1,3 п.п. до 11,7% (по МСФО) и ниже 10% (по РСБУ). Однако, учитывая уровень возврата по NPL 90+ в 8-10% (=2-3% по NPL 90-365 дней + 6-7% от продажи NPL 365+), такая норма резервирования (покрытие резервами NPL 90+) не выглядит низкой.

Образовался избыток ликвидности

Размещение БО-7 номиналом 5 млрд руб. (в июле этого года с купоном 10,4% годовых) в условиях стагнации кредитного портфеля позволило банку сократить объем средств, привлеченных у клиентов (на 2,2 млрд руб.), при этом денежные средства и их эквиваленты увеличились на 4 млрд руб.

Оптимизация издержек позволила получить прибыль

На фоне более-менее стабильного процентного дохода от кредитования (чистый процентный доход за вычетом отчислений в резервы в 3 кв. оказался на среднем уровне за 1 и 2 кв.) прибыль удалось получить в основном за счет 1) сокращения расходов на маркетинг и рекламу (на 118 млн руб.), 2) получения агентских комиссий от страхования кредитных рисков (в размере 162 млн руб.), что связано в большей степени с бухгалтерским эффектом. Следствием оптимизации операционных расходов стало снижение отношения Расходы/Доходы с 39,9% в 2012 г. до 33,8%.

Облигации интересны для реализации краткосрочных стратегий

Облигации эмитента предлагают одну из наибольших доходностей среди выпусков розничных банков за пределами 1-го эшелона, в частности, БО-10 котируются с УТР 10,3% @ декабрь 2014 г. (=ОФЗ + 415 б.п.). Мы считаем эти бумаги недооцененными в сравнении с выпусками ОТП Банка (в частности, БО-3 с УТР 9,4% @ октябрь 2014 г.), который имеет более слабое автономное кредитное качество (в частности, у него выше просрочка, которая при этом превышает уровень чистой процентной маржи). Мы считаем, что бумаги КБ Восточный Экспресс являются лучшей альтернативой и выпускам БРС, предлагая большую доходность при близких кредитных рисках (например, БО-7 с УТР 9,3% @ февраль 2015 г.).

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

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
Антон Кенякин		(+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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.