

Пульс рынка

- **Рынки вчера вновь бросило в холод.** Разворот вверх рынков акций, произошедший накануне в ответ на заметное улучшение уверенности потребителей (которые считают, что экономика США уже полностью оправилась от кризиса), оказался краткосрочным. По итогам вчерашнего дня индексы акций просели на 0,7%-2%. Несмотря на отсутствие более или менее значимой макростатистики, на первый план вновь вышли опасения относительно политики ФРС по сворачиванию QE. Тем не менее, дальнейшего повышения доходностей базовых активов не произошло: 10-летние бонды вернулись на отметку YTM 2,1% (с локального максимума YTM 2,2%). Как мы и предполагали, на рынке бондов РФ продолжилась коррекция: выпуск Russia 42 подешевел еще на 1 п.п. до 111% от номинала, при этом G-спред расширился до 168 б.п. (для бумаг Brazil 41 этот спред составляет 159 б.п.). Сегодняшние американские данные по ВВП за 1 кв. 2013 г. и числу первичных обращений за пособиями по безработице могут оказать заметное влияние на настроения инвесторов (в том смысле, что чем лучше данные, тем хуже для финансовых рынков).
- **Аукцион ОФЗ: и снова осечка.** В ходе вчерашнего аукциона Минфину удалось реализовать ОФЗ 25081 лишь на сумму ~1 млрд руб. из предложенных 20 млрд руб., при этом ставка отсека была установлена по верхней границе ориентира (YTM 6,36%). Отсутствие спроса стало следствием продолжившейся коррекции рынка ОФЗ, "съевшей" небольшую премию, которая присутствовала в момент объявления ориентиров. ОФЗ 25081 вчера закрылись на уровне 99,5% от номинала, что ниже цены отсека 99,73%. Также усилилось давление продавцов на длинном конце суверенной кривой: выпуск 26207 подешевел на 1 п.п., при этом его доходность поднялась до YTM 7,32%, что является максимальным значением с апреля этого года. С увеличением доли нерезидентов заметно возросла чувствительность рынка ОФЗ к внешнему фонду и, в особенности, к динамике базовых активов. Кроме того, на фоне слабых данных по инфляции (в годовом выражении на 27 мая она составила 7,3%, что существенно выше целевого уровня ЦБ РФ) ожидания инвесторов сокращения ставок РЕПО ЦБ заметно поубавились. Учитывая негативный внешний фон, мы ожидаем продолжения коррекции ОФЗ. С точки зрения покрытия бюджетного дефицита по заимствованию снижение интереса к рынку госбумаг пока не выглядит критичным. Поскольку с начала 2 кв. были реализованы ОФЗ на сумму 164 млрд руб., в июне Минфину достаточно привлечь 43 млрд руб., чтобы по итогам 1П 2013 г. объем заимствований составил 400 млрд руб. (= половина того объема, который, по нашим оценкам, ведомству необходимо занять на локальном рынке в этом году).
- **РЖД останется с ТрансКонтейнером.** По данным СМИ, правительство поддержало идею РЖД о передаче 50% + 2 акции ТрансКонтейнера (-/Ba3/BB+) в капитал логистического оператора Таможенного Союза (ОТЛК). Как сообщается, РЖД получит контроль в ОТЛК, хотя ранее проект создания ОТЛК предполагал, что партнеры (Россия, Белоруссия, Казахстан) будут иметь равные доли в СП. Мы считаем, что новость создает возможность для повышения кредитного рейтинга компании агентством Moody's, который в настоящее время не учитывает поддержку со стороны РЖД. Агентство отмечало риски снижения доли участия РЖД в капитале ТрансКонтейнера, а также неопределенность будущей финансовой политики новых акционеров (ранее рассматривался также сценарий приватизации на аукционе) и влияния сделки на кредитные метрики компании. Отметим, что Fitch уже учитывает фактор поддержки РЖД в кредитном рейтинге ТрансКонтейнера, поэтому мы не ожидаем изменений после сделки, учитывая, что РЖД сохранит контроль. Выпуск ТрансКонтейнер-4 (YTM 8,2-8,36% @ январь 2018 г.) котируется со спредом к суверенной кривой в размере ~190-200 б.п., что, по нашему мнению, является слишком низким уровнем для бумаг рейтинговой категории ВВ. ТрансКонтейнер-2 не отличается торговой ликвидностью.

Темы выпуска

- **Сбербанк: замедление кредитования пошло на пользу**

Сбербанк: замедление кредитования пошло на пользу

Сбербанк (-/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Кредитование в 1 кв. по темпам роста существенно замедлилось до 1,3% кв./кв. (против +5,5% в 4 кв.), отстав от средней динамики по всей банковской системе (+2,1%, по данным ЦБ). В целом за 12 месяцев до отчетной даты динамика кредитной активности Сбербанка опережает рынок (+26% и +19,8%, соответственно). Банк продолжает наращивать свою долю, главным образом, на рынке корпоративного кредитования (рост сегмента у Сбербанка составил +21,4% против +13,9% по рынку). При небольшом размере списаний показатель NPL 90+ стабилизировался в относительном выражении на уровне 3,3% и немного вырос в абсолютном - на 15 млрд руб. до 366 млрд руб. Благодаря низкой кредитной активности достаточность капитала 1-го уровня по Базель 1 увеличилась на 0,5 п.п. до 10,9%. Негативным моментом стало сужение чистой процентной маржи на 30 б.п. до 5,9%, что стало следствием опережающего сокращения доходности активов. Менеджмент ожидает восстановления маржи во 2 кв., когда проявится эффект снижения ставок по корпоративным депозитам.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Активы, в т.ч.	15 115,6	15 097,4	0%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	11 213,0	11 064,3	+1%
розничные	2 910,3	2 836,5	+3%
корпоративные	8 302,7	8 227,8	+1%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,3%	3,2%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	798,7	691,7	+15%
Депозиты клиентов	7 682,8	7 549,1	+2%
Текущие счета клиентов	2 642,2	2 630,2	0%
Собственный капитал	1 707,6	1 623,8	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,2%	13,7%	+0,5 п.п.
ROE	21,3%	24,2%	-2,9 п.п.
ROA	2,3%	2,7%	-0,4 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	200,2	201,0	0%
Чистый комиссионный доход	44,3	50,2	-12%
Операционные доходы	222,3	262,6	-15%
Чистая прибыль	88,5	85,1	+4%
Чистая процентная маржа	5,9%	6,2%	-0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Потребительское кредитование взяло паузу

Объем потребительских кредитов в 1 кв. почти не изменился (+1,7%) и составил 1,6 трлн руб. Ипотечное кредитование физлиц также продемонстрировало заметный спад в темпе прироста (с 7,9% до 3,5%), при этом объем выданной ипотеки увеличился до 1,19 трлн руб. Спад кредитной активности в розничном сегменте выглядит естественным после столь быстрой (для крупного универсального банка) экспансии: в годовом выражении прирост потребительских кредитов и ипотеки составил 43% и 36%, соответственно. Ипотека является одним из приоритетных направлений в розничном кредитовании. Ипотечный портфель Сбербанка имеет сильные метрики (LTV около 50% и дюрация на уровне 5 лет). Также менеджмент видит потенциал для дальнейшего развития потребительского кредитования за счет привлечения клиентов "с улицы" (рынок еще не насыщен). Отметим, что наиболее активные частные розничные банки, например, ХКФБ, ТКС Банк увеличили свои портфели более чем в два раза. Доля кредитов юрлиц в портфеле Сбербанка составила 74% (что на 1 п.п. ниже, чем в начале года). Банк отмечает невысокий спрос на корпоративные кредиты, что привело к снижению доли кредитов в активах ниже оптимального уровня 70% и негативно сказалось на чистой процентной марже.

Невысокий спрос на корпоративные кредиты

Качество корпоративных кредитов на высоте	Показатель NPL 90+ по корпоративным кредитам в абсолютном выражении почти не изменился, составив 278,3 млрд руб. (~3,35% сегмента), при этом объем списаний был равен 13 млрд руб. (что несколько меньше списаний в 4 кв. 2012 г. - 15,9 млрд руб.). Качество розничного портфеля не претерпело изменений: в потребительском сегменте показатель NPL 90+ находился на уровне 3,5% при почти нулевом объеме списаний. По данным менеджмента, некоторые ранние признаки ухудшения качества появились в сегменте карточных кредитов и кредитов МСБ, что может привести к корректировкам розничной бизнес-модели. Резервы (5,2% от корпоративного портфеля) на 113% покрывают "просрочку". За последние 12 месяцев размер реструктурированных кредитов снизился с 1,23 трлн руб. до 1,05 трлн руб. (или с 13,8% до 9,3% портфеля). Кроме того, доля NPL 90+ в реструктурированных кредитах составляет всего 7,9%.
В рознице появились некоторые признаки ухудшения качества	
В 1 кв. Сбербанк сократил позицию в ОФЗ и задолженность по РЕПО	В 1 кв. 2013 г. портфель ценных бумаг (из которых 76% находится в инвестиционном портфеле) сократился на 4,1% до 1,89 трлн руб., главным образом, за счет позиции в ОФЗ (она уменьшилась на 8,7% до 716 млрд руб.). Улучшение ликвидности баланса позволило погасить заметную часть задолженности по РЕПО (с 950 млрд руб. до 572 млрд руб.). В результате доля бумаг, находящихся в залоге, составила 30,3% (против 48% на конец 2012 г.).
Доля средств от ЦБ снизилась	Притока средств клиентов (физлиц и юрлиц), составившего за квартал 209 млрд руб. (+2,1% кв./кв.), оказалось достаточно для финансирования прироста кредитования (+131 млрд руб. кв./кв.). Сбалансированная кредитная активность вкупе с размещением ценных бумаг (их объем увеличился на 107 млрд руб. в основном за счет размещения евробондов и депозитных сертификатов) позволила улучшить ликвидность баланса. Позитивным моментом стало снижение доли средств ЦБ РФ в обязательствах (с 10,2% на конец 2012 г. до 7,2%), в то время как среднее значение по банковской системе РФ составляет 5,1%.
Сбербанк сформировал запас капитала 1-го уровня	Сужение чистого процентного спреда (с 6% до 5,7%) в условиях почти нулевого прироста кредитования было компенсировано заметным сокращением операционных расходов (на 22,4%), что, по мнению менеджмента, является результатом продолжающейся работы над повышением эффективности (запуском ИТ-систем). В результате возврат на капитал (ROAE) составил 21,3% (-0,4 п.п. кв./кв.), что благодаря низкой кредитной активности позволило повысить достаточность капитала 1-го уровня (на 0,5 п.п. до 10,9% по Базель 1). С начала года за счет признания нераспределенной прибыли достаточность капитала 1-ого уровня ОАО "Сбербанк России" по РСБУ увеличилась, по нашим оценкам, с 6,4% до 8,84% на 1 мая 2013 г., что является вполне комфортным показателем. После отчетной даты Сбербанк успешно разместил выпуск субординированных бондов SBER 23 по новым правилам (Положение № 395-П) в объеме 1 млрд долл. со ставкой купона 5,25% годовых. По нашим оценкам, после включения выпуска в капитал при прочих равных условиях показатель Н1 увеличится на 22 б.п. до 13,65% (по данным на 1 апреля 2013 г.).
Бонды sub SBER 22 - лучшая альтернатива новым sub SBER 23	Рублевые еврооблигации SBER 16 (YTM 6,8%) котируются с премией 70 б.п. к суверенной кривой, что ниже рынка. В частности, рублевые RSHB 16 (YTM 7,5%) предлагают премию к ОФЗ в размере 140 б.п. Недавно размещенные субординированные бонды SBER 23 (5,5%) котируются на 2 п.п. ниже номинала и, по нашему мнению, выглядят дорого в сравнении с "субордом" SBER 22 (YTM 5,2%). Премия между выпусками не в полной мере учитывает условие "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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

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

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

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 приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

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.