

Пульс рынка

- **Украинский конфликт входит в дипломатическое русло.** Переговоры между С. Лавровым и Дж. Керри свидетельствуют о том, что все стороны понимают необходимость урегулирования проблемы путем дипломатических переговоров. Предложение РФ о "федерализации" Украины (переход от унитарного к федеративному устройству), которая позволила бы, по мнению России, в частности, разрешить противоречия между западной и восточной частями страны, не встретило негативной реакции у американской стороны (это решение должны принять сами украинцы). Спад геополитических рисков способствует дальнейшему восстановлению котировок бумаг РФ: длинные ОФЗ 26207 снизились на 10 б.п. до УТМ 9,05% при стабильном курсе рубля (с середины прошлой недели корзина находится около 41,60 руб., где ежедневный объем валютных продаж ЦБ составляет 200 млн долл.).
- **ЦБ делает ставку на валютные свопы.** Недавно Э. Набиуллина заявила, что ЦБ не планирует ограничений валютных свопов, что очень важно, т.к. многие участники рынка уже опасались их введения, исходя из примера 2008-2009 гг. (когда последний раз применялась такая практика). На эти риски указывало сочетание сильно возросшей популярности свопов и нестабильной ситуации на валютном рынке. Так, на прошлой неделе объем валютных свопов с ЦБ превысил 490 млрд руб. - максимум с января 2009 г. (10% от общей задолженности банков перед ЦБ в 4,9 трлн руб.), на сегодняшнее утро - 429 млрд руб. Такой интерес к свопам мы в большей степени связываем с высоким уровнем утилизации обеспечения по основному инструменту ЦБ - РЕПО (3 трлн руб., 60%). Кроме того, конвертация компаниями и населением сбережений в валюту кратковременно создает дополнительный спрос на рублевую ликвидность при одновременном накоплении у банков валюты, которую в текущей ситуации удобнее использовать для экстренного привлечения рублевых средств у ЦБ (несмотря на более высокую ставку - 8% против 7% по РЕПО). При этом ЦБ не видит какого-либо весомого подтверждения того, что сделки по свопам могут значительно содействовать спекулятивному давлению на рубль, и, с нашей точки зрения, тоже такой явной зависимости сейчас не прослеживается. В отличие от залога по РЕПО, валюта, которая используется в свопах, есть у многих участников рынка, тем более, что ее в последнее время банки получают в достаточно больших объемах от ЦБ через валютные интервенции (в марте 950 млрд руб.). Напомним, что в ходе преобразования регулятором процентного коридора, стоимость валютных свопов (8%) стала верхней границей процентного коридора, но при этом они в целом существенно подешевели в терминах спреда к ставке РЕПО. Еще в 2012 г. они стоили те же 8%, но при ставке РЕПО 5,25%. Учитывая, что дефицит ликвидности, по нашим оценкам, продолжит расти, стоимость свопов станет определяющей для о/п ставок МБК и позволит сдерживать их в пределах 8% (хотя и не сильно ниже этого уровня).
- **РУСАЛ: реструктуризация продолжается вместе с ростом долговой нагрузки,** о чем свидетельствуют результаты по МСФО за 4 кв. 2013 г. Выручка кв./кв. сократилась на 12,6% до 2,1 млрд долл., отражая снижение производства алюминия (из-за закрытия убыточных производств) при в среднем стабильных ценах (+0,7% до 1 781 долл./т). Денежная себестоимость производства составила 1 872 долл./т, как следствие, маржа образуется за счет премии продукции РУСАЛа к ценам на LME (272 долл./т). EBITDA (скорректированная на обесценение внеоборотных активов и расходов на реструктуризацию - в сумме 1,9 млрд долл. в 4 кв.) упала на 22,3% кв./кв. (до 100 млн долл.), сильнее, чем выручка, из-за по-прежнему высоких административных и коммерческих расходов (в сумме 289 млн долл.). Чистый операционный денежный поток в 4 кв. составил 71 млн долл. (81 млн долл. в 3 кв.), его оказалось недостаточно для уплаты процентов (159 млн долл.) и финансирования капвложений (165 млн долл.). Лишь благодаря дивидендам от НорНикеля в объеме 281 млн долл. в 4 кв., чистый долг остался на уровне 10,1 млрд долл., но долговая нагрузка возросла с 13,1х в 3 кв. до 15,5х, что могло в очередной раз привести к нарушению ряда ковенант по кредитам. Менеджмент отмечает, что сейчас идут переговоры по реструктуризации PXF-кредита на 3,7 млрд долл., которые вряд ли завершатся до 31 марта, когда по нему произойдет дефолт (из-за несоблюдения ряда финансовых ковенант) и, как следствие, кросс-дефолт по уже реструктурированному долгу перед Сбербанком (4,9 млрд долл.) и ГПБ (660 млн долл.). Тем не менее, менеджмент надеется на позитивный исход переговоров (РУСАЛ просит кредиторов не требовать досрочного погашения долга до 7 июля, когда удастся реструктурировать PXF-кредит; по информации Bloomberg, получено одобрение 95% кредиторов). Последние сделки по выпуску РУСАЛ-8 проходили с УТР 25-26% @ апрель 2013 г.

Темы выпуска

- **ГПБ: волатильные источники дохода урезали прибыль**

ГПБ: волатильные источники дохода урезали прибыль

В резервы ушла почти вся прибыль

Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2013 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Значительное влияние на результат оказал рост отчислений в резерв под обесценение кредитов (4,2 млрд руб. против 3,5 млрд руб. в 3 кв.) и прочих активов (6,1 млрд руб. против 1,1 млрд руб. в 3 кв.). Также ГПБ получил убыток по торговому портфелю ценных бумаг (0,8 млрд руб.), тогда как прибыль по инвестиционному портфелю составила всего 2,9 млрд руб. (-61% кв./кв.). Значительно меньший доход был получен по небанковской деятельности (0,56 млрд руб.). В результате совокупный доход (скорректированный на инвестиции в ОАО "СОГАЗ" (банку принадлежит 19,04% в компании, ее деятельность теперь учитывается в P&L по методу долевого участия по причине реклассификации вложений в "инвестиции в ассоциированные компании" в связи с получением существенного влияния - банк получил от Газпрома 1,2% ее акций в управление) составил всего 2 млрд руб., значительно меньше 20,4 млрд руб., полученных в 3 кв. и свидетельствует о высокой зависимости ГПБ от волатильных источников дохода (несмотря на то, что ценные бумаги занимают всего 11,5% всех активов).

Достаточность капитал сократилась, несмотря на средства от Газфонда

В сегменте кредитования/активов, приносящих процентный доход, произошли некоторые улучшения: чистая процентная маржа за квартал увеличилась на 20 б.п. до 3,6% (при стоимости риска всего 0,6%) благодаря оптимизации структуры баланса.

Продажа казначейских акций на 10 млрд руб. в пользу НПФ Газфонд позволила снизить давление на капитал вследствие относительно высокого роста RWA (+7,6%), достаточность капитала 1-го уровня по Базель 2 на основе МСФО сократилась на 20 б.п. до 9,9%. По причине существенных инвестиций в финансовые и коммерческие компании (4,9 млрд руб.) общая достаточность капитала просела на 0,8 п.п. до 13,2%. Показатель Н1 в 4 кв. почти не изменился, составив 11,43%, а на 1 марта 2014 г. сократился до 11,29% (у ГПБ есть определенный запас прочности на случай убытка по портфелю ценных бумаг, вероятного в 1 кв. 2014 г.).

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Активы	3 647,0	3 375,6	+8,0%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	2 434,6	2 217,1	+9,8%
розничные	287,6	270,5	+6,3%
корпоративные	2 147,0	1 946,6	+10,3%
NPL (90+)/Кредитный портфель	0,9%	1,0%	-0,1 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	2 260,9	2 081,7	+8,6%
Собственный капитал	403,1	389,2	+3,6%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	11,4%	11,4%	-
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,2%	14,0%	-0,8 п.п.
Чистая процентная маржа	3,2%	3,1%	+0,1 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	25,9	23,2	+11,6%
Чистый комиссионный доход	4,3	2,9	+46,9%
Чистая прибыль	9,1	11,6	-21,5%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

В 4 кв. кредитование частных компаний заметно ускорилось

Темп роста кредитования в 4 кв. 2013 г. ускорился до 9,8% (против +6,7% во 3 кв.), составив по итогам года 33,5%, что заметно превышает возврат на капитал (ROAE - 8,7%), оказывая давление на капитал (требуется докапитализация за счет внешних источников, средств акционеров, размещения "субордов"). Наибольший прирост в абсолютном выражении произошел в сегменте частных компаний (+224 млрд руб., или +13,1% - до 1 938 млрд руб.), тогда как кредиты госкомпаниям сократились. Рост в рознице произошел за счет ипотечных кредитов, выданных самим банком (+8,4% до 174,3 млрд руб.). Отметим, что в 4 кв. порядка половины всех кредитов было выдано в инвалюте. В качестве залога для получения рефинансирования у ЦБ РФ по 312-П были использованы кредиты в объеме 129 млрд руб., потенциал составляет 300-350 млрд руб.

Качество кредитов остается высоким

В 2014 г. ГПБ планирует существенное замедление темпов роста кредитования в корпоративном сегменте - до 7% и в розничном - до 20% (против +33% г./г. и 37% г./г., соответственно, в 2013 г.), что обусловлено, в том числе, невысоким запасом капитала.

Показатель NPL 90+ практически не изменился в абсолютном выражении, составив ~22 млрд руб. и менее 1% портфеля (плохие кредиты в 4 кв. были списаны всего на 620 млн руб. против 131 млн руб. в 3 кв.). В рознице NPL 90+ остался на уровне около 2,2%. Отметим, что наибольшую долю в корпоративном портфеле (13,1%, или 282 млрд руб.) занимают кредиты компаниям металлургического сектора (в том числе Мечелу и РУСАЛу, которые сейчас реструктурируют свой долг перед банками). В этой связи более чем трехкратное покрытие NPL 90+ резервами (78 млрд руб.), по нашему мнению, не выглядит избыточным.

В торговом портфеле (293 млрд руб.) банк сократил вложения в векселя (на 7 млрд руб.), увеличив позицию в акциях (на 12 млрд руб. до 32 млрд руб.). Инвестиционный портфель уменьшился на 14% до 79 млрд руб. в основном за счет корпоративных акций и ГДР (с 17,7 млрд руб. до 9,2 млрд руб.). Ухудшение ситуации с ликвидностью потребовало привлечения ликвидности по РЕПО: порядка 58% ценных бумаг оказалось в залоге.

Дефицит рублевой и избыток долларовой ликвидности

В 4 кв. приток рублевых средств клиентов (+71 млрд руб., из которых 44 млрд руб. поступило от Казначейства) оказался недостаточным для финансирования кредитования (+112 млрд руб.), что потребовало привлечения РЕПО и МБК (+28 млрд руб.). В долларах, напротив, образовался избыток ликвидности: от клиентов пришло 148 млрд руб., а в кредитование было направлено 92 млрд руб., остаток осел на МБК. Кстати говоря, судя по объему средств в долл./евро, размещенных на МБК, потенциально ГПБ может привлечь по свопам у ЦБ РФ рублевую ликвидность в размере до 326 млрд руб.

"Суборд" GPBRU 19 выглядит перепроданным

В результате распродаж на рынке евробондов sub GPBRU 19 (старого образца) котируется с избыточной премией 175 б.п. к старшим бумагам GPBRU 19 и почти на одном уровне с sub ALFARU 19. В сравнении с этими выпусками мы считаем sub GPBRU 19 (YTM 7,2%) перепроданным.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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.