

Пульс рынка

- Низкий прогноз по ВВП Китая нивелировал позитивные данные по США.** Очередная порция американской макростатистики оказалась лучше ожиданий. Промышленные заказы снизились на 1% в январе (в то время как консенсус-прогноз предполагал падение на 1,6%). Индекс ISM, рассчитываемый по необрабатываемым отраслям, вышел на уровне 57,3 (прогноз - 56), свидетельствуя об ускорении подъема американской экономики. Негативное влияние на настроение инвесторов оказал прогноз премьер-министра Китая по ВВП страны на 2012 г. на уровне 7,5%, что означает "мягкое замедление" Поднебесной (которая в последние 7 лет демонстрировала рост ВВП в 8%). Индексы акций по итогам вчерашнего дня потеряли порядка 0,5%, при этом хуже рынка выглядят азиатские индексы. Сегодня будут опубликованы данные по ВВП еврозоны: ожидается снижение на 0,3% в 4 кв., что может стать индикатором начала рецессии в регионе. Это не будет способствовать повышению аппетита на рискованные активы. На ожиданиях слабых данных по ВВП (хуже прогноза) евро подешевел ниже отметки 1,32 долл.
- Стресс-тест банковской системы РФ не выявил критических проблем.** Тест, проведенный регулятором, показал устойчивость российских банков к негативным сценариям развития европейского кризиса. Эти сценарии предусматривают снижение темпов роста ВВП с 2,7% до -1%, инфляцию на уровне 5%-6%, падение фондовых индексов на 8-17%, повышение процентных ставок по госбумагам на 200-350 б.п., рост ставок по корпоративным бумагам на 500-1000 б.п., а также ослабление рубля на 10-20%. При реализации сценария в рамках предположений ЦБ РФ потери банковского сектора могут достичь 1,3 трлн руб. (до 26% капитала банковского сектора), при этом достаточность капитала снизится в среднем на 14% (что соответствует снижению показателя Н1 до 12%). Суммарные активы банков РФ, размещенные в кредитных организациях периферийных стран еврозоны, составляют порядка 1% от всех активов (или 413 млрд руб.), при этом наибольший объем требований приходится на банки Кипра (297 млрд руб.) и Италии (107 млрд руб.). Мы позитивно смотрим на облигации банков первого эшелона (например, ГПБ БО-3 и БО-4, РСХБ БО-3, ЕАБР-4), которые сейчас предлагают премию 160-220 б.п. к кривой ОФЗ, также нам нравится сочетание кредитного риска и доходности в выпусках розничных банков ТКС БО-3 (УТР 13,8% @ август 2012 г.) и ОТП БО-2 (УТР 10,76% к 2-летней оферте).

Спред банковских бумаг к ОФЗ остается расширенным



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

- Ситуация с ликвидностью улучшается,** о чем свидетельствует не столько рост остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (до 830 млрд руб.), сколько сокращение недавно подросшей задолженности по о/п РЕПО с ЦБ (до 6,9 млрд руб. против 182 млрд руб. 29 февраля), погашение которой стало возможным благодаря продолжающемуся встречному притоку средств в систему за счет интервенций ЦБ и госсредств (более 200 млрд руб. с начала марта).

Темы выпуска

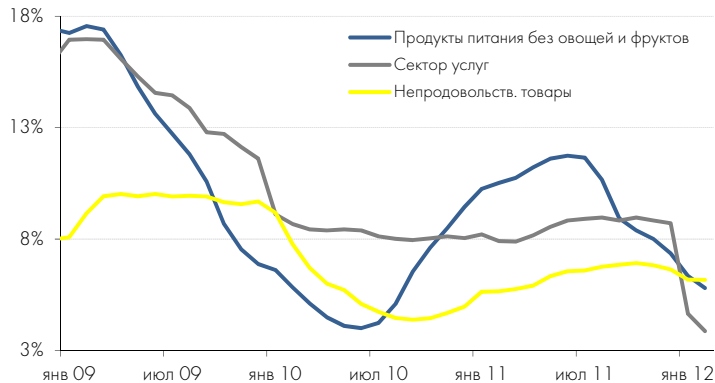
- Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков**
- ХКФБ: cash-кредитование за счет рекордного притока депозитов**

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Февральская инфляция бьет рекорды

Согласно опубликованным вчера данным Росстата, инфляция в феврале 2012 г. обновила исторический минимум, снизившись как в помесечном (до 0,4% против 0,5% в январе), так и в годовом выражении (до 3,7% против 4,2% в январе). Новые данные несколько превосходили наши ожидания. Помимо низкой инфляции услуг (0% против 0,2% в январе 2012 г. и 0,8% в феврале 2011 г.), которая сдерживается за счет предпринятых властями мер по ограничению роста регулируемых тарифов, главную роль в продолжающемся замедлении инфляции в силу своей высокой доли в итоговом индексе играет снижение темпов роста цен на продукты питания (0,7% м./м. против 0,8% м./м.). Медленнее дорожают и непродовольственные товары - на 0,3% м./м. против 0,4% м./м.

Динамика составляющих индекса потребительских цен, % г./г. 2009-2012 гг.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Инфляционные риски концентрируются в продовольственном секторе и сфере услуг

Однако уже в ближайшие месяцы на первый план могут выйти новые инфляционные риски. Преимущество, связанное с замедлением продовольственной инфляции благодаря хорошему урожаю 2011 г. и сравнению с высокой базой предыдущего года может постепенно сойти на нет. В то же время непродовольственные товары, рост цен которых по отдельным товарным категориям не равномерен, пользуются все большим спросом. Причем непродовольственная инфляция в феврале 2012 г. уже достигла темпов аналогичного периода 2011 г. (0,3% м./м.). Инфляция услуг даже без учета тарифов остается крайне низкой, как минимум вдвое ниже аналогичного показателя 2011 г., что наиболее выражено в секторах с той или иной степенью госучастия. В результате после выборов может последовать постепенное ускорение инфляции услуг, особенно в период повышения тарифов (с 1 июля). Мы не делаем ставку на снижение индекса потребительских цен за счет курсового эффекта, поскольку влияние реального укрепления рубля на инфляцию, по нашим наблюдениям, является сдержанным и проявляется с существенной задержкой.

В то же время замедление базового индекса цен, очищенного от сезонных компонент (до 0,4% м./м. против 0,5% м./м. в феврале или 5,7% г./г. против 6,0% г./г.) свидетельствует о том, что снижение инфляции связано не только с кратковременными эффектами, но и фундаментальными причинами.

Всплеска инфляции стоит ожидать не раньше июля 2012 г. Наш прогноз на 2012 г. по-прежнему 6,5%.

Текущая ценовая динамика предполагает, что до 2П 2012 г. среднемесячные темпы роста цен останутся близкими к ~0,5-0,7%. Если так, то показатели годовой инфляции могут остаться в рамках 5% по окончании 1П 2012 г. С учетом переноса сроков повышения тарифов, всплеска инфляции стоит ожидать не раньше июля 2012 г., после чего ее ускорение в годовом выражении будет поддерживаться за счет сравнения с низкой базой 2011 г. Поэтому мы сохраняем наш прогноз по инфляции на 2012 г. в 6,5%.

ХКФБ: cash-кредитование за счет рекордного притока депозитов

Позитивные результаты за исключением маржи

ХКФБ (-/Ba3/BB-) опубликовал финансовые результаты за 2011 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Кредитный портфель вырос на 49% г./г. до 121 млрд руб., однако при этом чистая процентная маржа, по нашим расчетам, снизилась на 1 п.п. г./г. до 21,4% (по оценкам самого банка, произошло сокращение маржи на 1,2 п.п. до 22,6%). Качество кредитного портфеля продолжает улучшаться, о чем свидетельствует снижение показателя NPL (90+) с 6,9% в 2010 г. до 5,8% (на 30 сентября 2011 г. - 6,2%). Мы отмечаем продолжающееся сокращение общей достаточности капитала (CAR) на 2,4 п.п. кв./кв. до 20,5%. Однако, учитывая планы банка по сохранению этого показателя выше 20%, данная тенденция не является критичной.

Ключевые финансовые показатели ХКФБ

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изменение
Кредиты клиентам до резервов	121 020	104 074	+16%
Резервы под обесценение	8 187	7 319	+12%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,8%	6,2%	-0,4 п.п.
Активы	155 689	119 178	+31%
Собственный капитал	30 547	28 011	+9%
Выпущенные долговые бумаги	37 450	40 138	-7%
Депозиты	60 123	27 090	+2,2x
Достаточность капитала (Базель)	20,5%	22,9%	-2,4 п.п.
ROAE	38,4%	40,3%	-1,9 п.п.
ROAA	9,1%	10,1%	-1 п.п.

В млн руб., если не указано иное	2011	2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	23 098	19 114	+21%
Чистый комиссионный доход	9 591	7 330	+31%
Операционные доходы	32 342	24 706	+31%
Расходы/доходы	38,8%	37,6%	+1,2 п.п.
Чистая прибыль	10 754	9 411	+14%
Чистая процентная маржа (расчеты Райффайзенбанка)	21,4%	22,4%	-1 п.п.
Чистая процентная маржа (по данным ХКФБ)	22,6%	23,8%	-1,2 п.п.

Источник: отчетность ХКФБ по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Экспансия cash-кредитования привела к росту кредитного портфеля быстрее рынка

По итогам года банк продемонстрировал рост кредитного портфеля выше рынка. Для сравнения, портфель Банка Русский Стандарт (далее БРС) вырос на 40,8% по РСБУ за 2011 г., а в целом по банковской системе за прошлый год объем розничного кредитования увеличился на 36% (по РСБУ). В разрезе продуктов рост портфеля был обеспечен, главным образом, развитием cash-кредитования, или кредитов наличными (+33% кв./кв. в 4 кв., или +3,0x за год до 55,4 млрд руб.), доля которых выросла с 22,7% до 45,7%, превывсив вклад исторически ключевого POS-кредитования (36,8% портфеля). Его объем за год вырос лишь на 3,3%. Объем кредитов, выданных по кредитным картам (13,7% портфеля), увеличился на 33%. При этом в остальных сегментах (ипотека, автокредиты) наблюдался спад (на 25% и 53%, соответственно).

Качество кредитов улучшилось, несмотря на "вызревание" POS-кредитов

Покрытие NPL резервами в целом по портфелю увеличилось со 107% до 117%, что, по-видимому, является следствием более консервативной политики формирования резервов (доля списанных кредитов сократилась с 10,8% до 5,3%). Снижение показателя NPL (с учетом суммы списанных кредитов) за 2011 г. на 0,7 млрд руб. г./г. до 12,9 млрд руб. также свидетельствует об улучшении качества портфеля. Среди негативных факторов стоит отметить достаточно существенный объем списаний в сегменте POS-кредитов, который составил 0,8 млрд руб. в 4 кв., что может быть обусловлено эффектом "вызревания" старых кредитов на фоне стагнации сегмента.

Наибольший приток депозитов среди банков ТОП-50

Рост кредитного портфеля был профинансирован, преимущественно, за счет клиентских средств (+2,96х до 70,3 млрд руб.), при этом наибольший приток вкладов физлиц (с 22,5 млрд руб. до 51,7 млрд руб.) произошел в 4 кв. 2011 г. благодаря повышению ставок по депозитам (~10% годовых по 6-месячным депозитам) и проведению промо-акций. Стоит отметить, что по темпу привлечения средств клиентов ХКФБ опередил все банки из ТОП-50 (согласно отчетности по РСБУ). Для сравнения, средства физлиц у БРС увеличились на 68%. С начала года доля клиентских средств в обязательствах выросла на 21 п.п. до 56%, а отношение Кредиты/Депозиты снизилось с 3,2х до 1,7х.

Доля оптового фондирования (ценные бумаги и банковские кредиты) за год снизилась с 61% до 41%, при этом объем этого источника финансирования за 4-й квартал почти не изменился по сравнению с предыдущим кварталом. Банк не исключает выхода на первичный рынок (общий объем зарегистрированных облигаций составляет 21 млрд руб.) лишь в случае заметного улучшения рыночной конъюнктуры.

Чистая процентная маржа остается под давлением стоимости фондирования

Чистые процентный и комиссионный доходы выросли пропорционально увеличению кредитного портфеля (на 31% до 32,3 млрд руб.). Наибольший вклад в увеличение прибыли внес сегмент cash-кредитования: его прибыль выросла на 182% (до 10,7 млрд руб.), а доля возросла с 29% до 42%. Снижение эффективной ставки по потребительским кредитам (на 4,3 п.п. г./г. до 35,4%) и увеличение стоимости обслуживания межбанковских кредитов (на 1,3 п.п. до 8,5%) привели к небольшому снижению чистой процентной маржи. Удорожание фондирования вследствие повышения ставок по депозитам в условиях стабилизации спроса на потребительские кредиты, по нашему мнению, продолжит оказывать давление на чистую процентную маржу в 2012 г.

Размер ликвидной позиции увеличился

В следующие 12 месяцев после отчетной даты банку необходимо пройти через оферту по трем выпускам облигаций ХКФБ БО-1 (3 млрд руб., апрель 2012 г.), ХКФБ-7 (5 млрд руб., май 2012 г.) и ХКФБ-6 (5 млрд руб., декабрь 2012 г.). Размер денежных средств, составивший 15,9 млрд руб. (+2,15х г./г.), достаточен для исполнения обязательств по долговым ценным бумагам. В последнем квартале банк увеличил чистую ликвидную позицию на 4,6 млрд руб. до 48,3 млрд руб. на горизонте 12 месяцев.

Торговых идей в обращающихся выпусках нет, рекомендуем покупать свежие бумаги ОТП Банк БО-2

На рынке рублевых облигаций выпуски эмитента имеют низкую торговую ликвидность и, по нашему мнению, не интересны для покупки на текущих ценовых уровнях. С момента нашей рекомендации от 28 ноября 2011 г. покупать выпуск БРС БО-1 по цене 100,7% от номинала (УТР 10,4% @ ноябрь 2012 г.) его котировки выросли до 101,8% (УТР 8,0%), нивелировав премию к облигациям ХКФБ. Мы рекомендуем покупать ОТП Банк БО-2 (-/Ва2/ВВ) недавно размещенные с УТР 10,76% к 2-летней оферте. Евробонды HCFB14 также не отличаются торговой ликвидностью, котируясь в пределах УТМ 5,4%, что, на наш взгляд, выглядит слишком дорого в сравнении с более длинным выпуском RSB15 (УТМ 8,7%).

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
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
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.