

Пульс рынка

- ▶ **Два события, от которых так много зависит.** Решения FOMC по вопросу QE3 (о котором будет объявлено послезавтра) и конституционного суда Германия о легитимности ESM (завтра) по-прежнему являются основными источниками неопределенности на финансовых рынках. По нашему мнению, второе из этих событий более значимо, поскольку негативное решение в отношении ESM (500 млрд евро), по сути, поставит крест на недавно озвученном антикризисном плане ЕЦБ, что вызовет панику на рынках и усилит бегство в качество даже в случае запуска QE3. С другой стороны, ратификация ESM на какое-то время успокоит рынки, по крайней мере, до тех пор, пока не станет очевидным нежелание периферии (прежде всего, Испании) терять суверенитет в обмен на помощь. Таким образом, лишь в одном случае из четырех (запуск QE3 и одобрение ESM) аппетит к риску продолжит умеренный рост, в то время как в двух из четырех произойдет коррекция. Несмотря на поданное ходатайство со стороны группы немецких противников фискального пакта и ESM отложить принятие решения, конституционный суд ФРГ вынесет свое решение в ранее определенный срок (т.е. завтра). Вчера, как мы и предполагали, индексы акций откатились назад, что выглядело естественно после их сильного роста в конце прошлой недели. Цены российских евробондов остались на своих максимальных уровнях в условиях высоких цен на нефть (Brent котируется на уровне 114 долл./барр.). Сегодня рынки в отсутствии интересных новостей, скорее всего, продемонстрируют боковую динамику.
- ▶ **Спрос на фондирование снова возобновится** после стабилизации ситуации с ликвидностью и заметного снижения ставок денежного рынка в августе, которое помимо фундаментальных причин, могло быть обусловлено и более низкой активностью в летний период. Между тем, заметный прирост величины привлекаемых банками средств по о/п РЕПО вчера (194,5 млрд руб. против 9,99 млрд руб. накануне) в большей степени объясняется необходимостью наращивания сильно сократившихся в последнее время остатков на корсчетах (до 679,5 млрд руб.) с началом нового периода усреднения с 10 сентября. Вчера ЦБ РФ предусмотрительно расширил лимиты по этим операциям с 10 млрд руб. до 240 млрд руб. и оставляет их высокими (сегодня 250 млрд руб.). Анонсированные сегодня лимиты по недельному РЕПО (1170 млрд руб.) позволяют дополнительно привлечь более 300 млрд руб. к прежней задолженности (857,93 млрд руб.), но деньги от таких сделок поступят в систему только в среду. Поэтому спрос на о/п РЕПО, на наш взгляд, в ближайшие дни останется не менее низким, чем вчера (при условии широких лимитов со стороны ЦБ).
- ▶ **Первичный рынок евробондов открыт для эмитентов из "BBB".** Предложенный 10-летний бонд Газпром нефти (BBB-/Ваа3/-) вчера вызвал значительный интерес со стороны инвесторов. В результате было размещено бумаг на 1,5 млрд долл. по ставке 4,375% годовых, что оказалось на 37,5 б.п. ниже первоначального ориентира. В результате премия к кривой Газпрома (близкому по дюрации выпуску Gazprom 22 с купоном 4,95% годовых) составила всего 15-20 б.п., что не предполагает опережающий ценовой рост, учитывая разницу их кредитных рейтингов (1 ступень по шкале S&P и 2 ступени по шкале Moody's). Таким образом, премии ко вторичному рынку в ходе размещения предоставлено не было. Размещенный выпуск GazpromNef 22 сегодня котируется на 1 п.п. выше номинала. Это размещение в очередной раз свидетельствует о высоком аппетите инвесторов на бумаги эмитентов инвестиционной категории, особенно из нефинансового сектора. В отличие от рынка евробондов, где качественные эмитенты сейчас могут привлечь длинную ликвидность (например, на 10 лет), спрос даже на 3-летние негосударственные бумаги на локальном рынке практически отсутствует, что связано, главным образом, с дефицитом длинной рублевой ликвидности.

Темы выпуска

- ▶ ГПБ: прирост кредитования за счет госсредств
-

ГПБ: прирост кредитования за счет госсредств

В целом нейтральные результаты

Газпромбанк (BBB-/Ваа3/-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. За 2 кв. кредитный портфель вырос на 17,7% кв./кв. до 1,75 трлн руб., что заметно опережает как среднерыночную динамику (+7,5%), так и показатели Сбербанка (+6%). Показатель NPL 90+ в отношении к портфелю снизился до 1,1%.

Позитивным моментом стал некоторый рост (на 0,6 п.п.) чистой процентной маржи до 3,1% за 1П 2012 г. по причине 1) повышения доходности активов на 0,6 п.п. на фоне стабильной стоимости обязательств и 2) конвертации субординированных депозитов (ВЭБа, Газпрома и Газфонда) в акции. В отличие от 1 кв. чистая прибыль оказалась отрицательной (-1,7 млрд руб.), главным образом, из-за роста отчислений в резервы, убытка от торговых операций и по инвестициям, имеющимся в наличии для продажи и в ассоциированные компании, а также снижения прибыли от операций с иностранной валютой и обесценения гудвила.

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012 г.	31 марта 2012 г.	изменение
Активы	2 664,4	2 462,5	+8%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	1 749,6	1 486,4	+18%
розничные	168,7	150,0	+12%
корпоративные	1 580,9	1 336,4	+18%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,1%	1,4%	-0,3 п.п.
Депозиты клиентов	770,5	700,0	+10%
Собственный капитал	316,8	259,4	+22%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	11,3%	11,5%	-0,2 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,2%	14,7%	-1,5 п.п.
ROAA	0,8%	2,0%	-1,2 п.п.
ROAE	7,6%	19,5%	-11,9 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012 г.	1 кв. 2012 г.	изм.	2 кв. 2011 г.	изм.
Чистый процентный доход до резервов	16,3	12,3	+32%	13,9	+17%
Чистый комиссионный доход	2,0	2,1	-5%	2,4	-17%
Чистая прибыль	-1,7	12,3	-	4,6	-
Чистая процентная маржа	3,1%	2,5%	+0,6 п.п.	н/а	н/а

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Во 2 кв. заметно активизировалось кредитование в корпоративном сегменте

Наибольший темп роста продемонстрировал корпоративный сегмент (+18,3% кв./кв. до 1,6 трлн руб.), в основном, за счет коммерческого кредитования (+21% до 1,2 трлн руб.). Мы отмечаем активизацию кредитования нефтяной отрасли (+48% кв./кв.), горнодобычи (+73%) и торговле (+66%). Во 2 кв. произошло снижение объема кредитов, выданных связанным сторонам (в том числе структурам Газпрома) с 62 млрд руб. до 56 млрд руб. Кредиты, предоставленные госкомпаниям, увеличились на 57% до 244 млрд руб., что составляет 16% от всех кредитов юрлицам (по этому виду кредитования резерв формируется на уровне менее 1%).

Розничный сегмент продемонстрировал рост, довольно скромный (+12% до 169 млрд руб.) в сравнении с корпоративным сегментом, но немного опережающий среднерыночную динамику (+11,5%). Основной прирост в рознице произошел по потребительским кредитам (+24%) и кредитным картам (+24%).

Показатели качества на высоте

Показатель NPL 90+ в абсолютном выражении снизился на 9,5% до 19 млрд руб. и в отношении к портфелю до 1,1%. Также об улучшении качества портфеля свидетельствует сокращение доли реструктурированных кредитов с 3,3% до 1,8%. Политика резервирования остается консервативной: размер резервов (60 млрд руб.) покрывает показатель NPL 90+ на 316%, а объем кредитов с признаками обесценения - на 95%.

Часть ценных бумаг ушла в залог	Размер торгового портфеля ценных бумаг немного сократился (на 2,5%) во 2 кв. до 231 млрд руб. Негативным моментом стало увеличение объема ценных бумаг, используемых в залоге на 87,7 млрд руб., что может отражать ухудшение ликвидной позиции банка.
Кредитование было профинансировано за счет госсредств	Прирост кредитования (+304 млрд руб.) заметно превзошел приток клиентских средств (+5,2 млрд руб.) и был профинансирован за счет государственных источников (депозиты ЦБ РФ, ВЭБа, а также РЕПО с ЦБ) - их объем увеличился на 150 млрд руб. Также были выпущены долговые ценные бумаги в объеме 39 млрд руб., при этом запас денежных средств снизился на 55 млрд руб. (до 358 млрд руб.).
Доля госкомпания в структуре клиентских средств сократилась	В структуре клиентских средств произошло снижение доли средств, привлеченных от госкомпаний (с 41% до 32%), что было компенсировано, главным образом, притоком средств на счета частных компаний (их доля увеличилась с 30% до 39%), а также некоторым повышением доли средств физлиц (с 16% до 17%). Размер средств, привлеченных от связанных сторон вырос на 6,3% до 352 млрд руб., что составляет 15% в обязательствах, из которых на структуры Газпрома приходится 88%.
Потребность в ликвидности остается повышенной	Учитывая значительный прирост государственных источников фондирования, мы считаем, что ГПБ имеет высокую потребность в ликвидности (к сожалению, в отчетности отсутствует разбивка активов и пассивов по срочности), что обуславливает его активность на первичном рынке. Так, в июле банк разместил рублевые облигации номиналом 10 млрд руб., доразмстил евробонды GPB17 в объеме 500 млн долл., GPB 15 номиналом 500 млн швейцарских франков. Мы считаем, что банк будет продолжать выходить на "первичку" (объем зарегистрированных рублевых облигаций составляет 70 млрд руб.). При этом не исключено размещение субординированных бондов, принимая во внимание невысокий уровень Н1 (11,3% на 30 июня 2012 г.). Конвертация субординированных депозитов в обыкновенные акции во 2 кв. (капитал первого уровня вырос на 27% до 288 млрд руб.) создает необходимый запас для увеличения капитала второго уровня.
Высокая зависимость от волатильных источников дохода привела к чистому убытку во 2 кв.	Увеличение чистых процентных доходов (на 32% кв./кв. до 16 млрд руб.) было нивелировано высокими отчислениями в резервы (5,3 млрд руб. во 2 кв. против восстановления 2,8 млрд руб. в 1 кв.), в результате чистый процентный доход после резервов оказался ниже на 28% кв./кв. Неблагоприятная конъюнктура финансовых рынков привела к убытку от торговых операций (1,3 млрд руб., при этом убыток от акций составил 1,9 млрд руб.), также убыток был отражен по инвестициями, имеющимся в наличии для продажи и в ассоциированные компании, и обесценение гудвила. Отметим, что в мае 2012 г. ГПБ продал 55% акций ОАО Севергазбанк, а также увеличил долю на 0,64 п.п. (за 50 млн долл.) до 49,66% в АКБ Белгазпромбанк. Заметно возросли административные расходы (на 25% кв./кв.). В результате чистый убыток составил 1,7 млрд руб., в то время как в 1 кв. прибыль составила 12,3 млрд руб.
Нейтрально смотрим на бонды ГПБ	В нашем комментарии от 15 июня 2012 г. мы указывали на наличие неоправданного дисконта GPB17 к VTB 17 (в размере 15-20 б.п.), сейчас ситуация нормализовалась: спред GPB 17- VTB 17 расширился до 34 б.п. (за счет опережающего рост цен бумаг VTB 17), что выглядит справедливо. По нашим оценкам, субординированный выпуск GPB 19 (YTM 6.54%) котируется со спредом 120 б.п. к старшему выпуску GPB 17 (YTM 4.96%), с учетом поправок на дюрацию. Сужение этого спреда ограничено возможным предложением от ГПБ новых субординированных бумаг, о котором было сказано в ходе телеконференции. Рублевый выпуск ГПБ-6 (YTP 8.7% @ июль 2014 г.) имеет спред к кривой ОФЗ в размере 210-220 б.п., что выглядит справедливо для бумаг банков первого эшелона. В настоящий момент мы нейтрально относимся к обращающимся выпускам ГПБ.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию по осени считают

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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

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.