

Пульс рынка

- ▀ **Проблемы еврозоны и "дилемма заключенного".** В последнее время новостной фон вновь заполнился событиями в еврозоне, в частности, слухами о масштабе и условиях интервенций ЕЦБ на рынке госбумаг. Идеи о том, что ЕЦБ якобы установит верхние границы доходностей для бондов каждого члена еврозоны, выше которых будет осуществляться выкуп, были опровергнуты регулятором. Бундесбанк вновь высказался против плана ЕЦБ, озвученного на прошлом заседании, по выкупу в неограниченном объеме госдолгов еврозоны, считая, что регулятор не может брать на себя повышенные риски кредитоспособности государств. На первый взгляд, оптимальным был бы выкуп бондов периферийных стран еврозоны с целью снижения их доходностей, что позволило бы выиграть время для бюджетных реформ. Однако между центром и периферией отсутствует доверие (нет уверенности в том, что взятые на себя обязательства будут исполнены). Центр готов предоставить помощь только после того, как получит контроль над бюджетами, с которым периферия не спешит расставаться, не увидев масштаб помощи ("сначала покажите нам деньги"). Так, вчера премьер-министр Испании заявил, что до официального обращения правительства за помощью (что является необходимым условием для доступа к балансу ЕЦБ), он хочет сначала увидеть программу ЕЦБ в действии. В отношениях между центром и периферией все более явно прослеживается аналогия с фундаментальной проблемой теории игр, известной как дилемма заключенного. Согласно ей, игроки не всегда будут сотрудничать друг с другом, даже если это в их интересах. Суть дилеммы в том, ведя себя по отдельности рационально, вместе участники приходят к нерациональному решению: если оба предадут, они получают в сумме меньший выигрыш, чем если бы сотрудничали. Несложно понять, что если периферия будет двигаться строго в направлении реформ и повышать эффективность своей экономики, а центр будет оказывать необходимую поддержку, то все вместе выиграют больше (с точки зрения экономического роста), чем в случае развала еврозоны, когда каждый станет решать свои проблемы в одиночку. Лишь в повторяющейся дилемме заключенного, когда игра происходит периодически, и каждый игрок может "наказать" другого за предательство ранее, стимул предать может перевешиваться угрозой наказания, и сотрудничество может стать равновесным состоянием. Возможно (очень хотелось бы надеяться), что в еврозоне события будут развиваться именно в рамках повторяющейся дилеммы заключенного. Центр всегда может "наказать" периферию за отсутствие продвижений в реформах, а периферия - центр за отсутствие помощи вспышками анти-европейских настроений (в ответ на непопулярные меры экономии) и угрозами отказа от ранее взятых на себя обязательств. Об усилении ожиданий сближения позиций сторон свидетельствует вчерашнее снижение доходностей 10-летних бондов Испании (на 17 б.п. до УТМ6,24%) и повышение BUNDS (на 4 б.п. до УТМ 1,53%).
- ▀ **На финансовых рынках по-прежнему затишье.** Новостной фон вчера обусловил умеренное снижение индексов акций, которые просели на 0,5%, при этом рынок UST остался на ранее достигнутых уровнях. В отсутствие значимых макроданных по США сегодня рынки, скорее всего, останутся в боковом тренде, влияние могут оказать события в еврозоне и корпоративная отчетность. Завтра будет опубликована стенограмма FOMC, которая может содержать интересные подробности в отношении политики ФРС.
- ▀ **Казначейство послезавтра предложит депозиты** под 6,5% на 35 дней. Учитывая текущие уровни индикативных ставок 1-месячного MosPrime (6,5% годовых) и 1-месячного NDF на долл./руб. (6,25%), а также урезание ЦБ лимитов по РЕПО (на сегодняшнем аукционе лимит на 7-дневное РЕПО установлен на уровне 1080 млрд руб., что на 120 млрд руб. ниже, чем на прошлой неделе) на предложенные средства Казначейства в объеме 50 млрд руб., скорее всего, будет сформирован высокий спрос.
- ▀ **Новые бумаги Петрокоммерца (B+/Ba3/-) - без премии.** Сегодня закрывается книга заявок по годовым БО-2 (3 млрд руб.) с ориентиром УТР 9,2-9,62% и 1,5-годовым БО-3 (5 млрд руб.) с ориентиром УТР 9,72-10,14%, что не предполагает никакой премии к рынку даже по верхним границам. БО-3 МКБ (с близким набором рейтингов и большим размером активов) предлагают УТР 9,7% @ апрель 2013 г., также неплохой альтернативой являются Центр-инвест-2 (УТР 9,8% @ июнь 2013 г.), которые включены в список РЕПО ЦБ.

Темы выпуска

- ▀ **МКБ: прибыльная экспансия в розницу**

МКБ: прибыльная экспансия в розницу

Приход IFC и ЕБРР в капитал состоялся, но после отчетной даты

МКБ (B+/B1/BB-), занимающий 21-е место среди российских банков по размеру активов, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г., которые отражают ускорение кредитной экспансии кв./кв. в рознице. Кредитный портфель МКБ вырос кв./кв. на 7,7%, чуть опередив средний рост по банковской системе (скорректированный на долю розничного сегмента в портфеле), который составил 7,1%. Также банк заметно сократил позицию в ценных бумагах (-24% до 24,2 млрд руб.), размер которой вернулся к уровню начала года. Появилась задолженность перед ЦБ РФ в размере 2,5 млрд руб., что соответствует ~10% портфеля ценных бумаг.

Позитивным моментом является событие, состоявшееся уже после отчетной даты: в июле 2012 г. IFC и ЕБРР в равных долях приобрели 15% акций банка за 5,8 млрд руб., что будет отражено в капитале после регистрации в ЦБ РФ отчета об итогах дополнительного выпуска акций. Усиление акционерной структуры и повышение достаточности капитала (которая во 2 кв. 2012 г. составила 13,9%, что на 0,1 п.п. выше, чем в 1 кв.) стало основанием для повышения в июне агентством Fitch рейтинга МКБ до уровня BB-.

Ключевые финансовые показатели МКБ

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Активы, в т.ч.	263 231	237 806	+10,7%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	188 983	175 463	+19,2%
розничные	38 362	32 174	+8%
корпоративные	150 621	143 290	+5,1%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,2%	1,2%	+0 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	36 525	32 251	+13%
Депозиты и счета физических лиц	93 346	85 097	+9,7%
Депозиты и счета юридических лиц	69 607	60 156	+15,7%
Собственный капитал	29 240	28 289	+3,4%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,9%	13,8%	+0,1 п.п.
ROE	15,7%	18,0%	-2,3 п.п.
Чистая процентная маржа	5,0%	4,5%	-0,5 п.п.
в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	3 181	2 341	+36%
Комиссионный доход	986	756	+30%
Чистая прибыль	938	1 215	-23%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Опережающий рост розничного кредитования

В отличие от корпоративного сегмента, где наблюдалось замедление (+5,1% в сравнении с +7,1% в 1 кв.), в розничном кредитовании произошло ускорение роста (+19,2% в сравнении с +7,8% в 1 кв.). В результате доля розницы выросла на 2 п.п. до 20,3%. В этом сегменте опережающими темпами по-прежнему растут автокредитование (+21% до 8,2 млрд руб.) и потребительские кредиты (+22% до 21,7 млрд руб.).

Показатель NPL 90+ не изменился

Качество кредитного портфеля не претерпело существенных изменений: показатель NPL 90+ в отношении к портфелю составил 1,2%. В розничном сегменте, на который приходится наибольшая концентрация просроченных кредитов (74% от общего NPL 90+), показатель NPL 90+ немного сократился как по потребительским кредитам (с 5,2% до 4,8%), так и по ипотеке (с 7,4% до 7,3%), что, возможно, обусловлено высокими темпами кредитной экспансии.

Покрытие NPL 90+ резервами остается на комфортном уровне - 192%. Стоит отметить, что во 2 кв. 2012 г. объем списаний по кредитам (в основном в потребкредитовании) достиг 211 млн руб. (88 млн руб. за 1 кв. 2012 г.). Объем реструктурированных кредитов составляет порядка 0,5% портфеля.

Позиция в ценных бумагах сократилась до уровня начала года	В основном за счет полного сокращения позиции в векселях с рейтингом инвестиционного уровня (4,3 млрд руб.), а также в корпоративных облигациях (на 2 млрд руб.) во 2 кв. 2012 г. позиция МКБ в ценных бумагах уменьшилась на 7,8 млрд руб. до 24,2 млрд руб., что близко к уровню начала года. Доля ОФЗ, облигаций г. Москвы и корпоративных облигаций с рейтингом инвестиционного уровня составляет 55%, при этом 85% всех ценных бумаг включена в Ломбардный список ЦБ РФ, что свидетельствует о неплохом качестве и высокой ликвидности портфеля ценных бумаг.
Появление задолженности перед ЦБ РФ на фоне увеличения ликвидной "подушки"	Во 2 кв. МКБ заметно увеличил объем ликвидности, привлеченной под залог ценных бумаг, с 278 млн руб. до, как минимум, 1,6 млрд руб. Кроме того, 2,5 млрд руб. было привлечено у ЦБ РФ (на срок более 1 месяца, возможно, также под залог бумаг). В то же время размер денежных средств и их эквивалентов возрос с 17,4 млрд руб. до 33,7 млрд руб., в основном за счет краткосрочных депозитов (< 1 месяца), размещенных в банках инвестиционной категории.
Приток депозитов юрлиц обеспечил основной рост фондирования	Прирост кредитования (+13,6 млрд руб.) был профинансирован, главным образом, за счет срочных депозитов юрлиц (+11,8 млрд руб.), физлиц (+2 млрд руб.), а также выпуска БО-3 номиналом 4 млрд руб., размещенным в конце апреля со ставкой купона 9,25% к годовой оферте. Увеличение задолженности перед другими банками на 2,5 млрд руб. и ЦБ РФ на 2,5 млрд руб. оказалось близко к приросту средств, размещаемых на рынке МБК в банках третьего эшелона/ с рейтингом не выше В+ (4,3 млрд руб.).
Комфортная ликвидная позиция	<p>Ликвидная позиция банка в сравнении с началом года несколько ухудшилась (в том числе в связи с увеличением доли краткосрочных средств клиентов с 29% до 33%), однако осталась положительной по всем срокам. Запас денежных средств и их эквивалентов покрывает объем долговых ценных бумаг с погашением через 12 месяцев (в объеме 7,2 млрд руб.), что снижает риски рефинансирования. После отчетной даты, в августе 2012 г. банк погасил выпуск облигаций МКБ-6 (2 млрд руб.).</p> <p>Движения по портфелю ценных бумаг и майская коррекция цен на рынке, по-видимому, стали основными факторами, образовавшими убыток (от переоценки позиции) в объеме 446 млн руб. за 2 кв. 2012 г., при этом финансовый результат по портфелю в 1П 2012 г. оказался почти нулевым.</p>
Увеличение чистой процентной маржи	<p>Процентный доход увеличился на 18% кв./кв., заметно опередив рост кредитования, при этом процентные расходы выросли лишь на 6,6% кв./кв. (обязательства увеличились кв./кв. на 11,7%), что привело к улучшению чистой процентной маржи - с 4,5% до 5,0%. Чистый процентный доход за вычетом резервов оказался на 41% выше, чем в 1 кв. 2012 г.</p> <p>Негативное влияние на чистую прибыль (которая сократилась на 23% кв./кв. до 940 млн руб.) оказали убыток по операциям с ценными бумагами, повышение административных расходов (на 24% кв./кв. до 613 млн руб.), а также формирование резервов под обесценение прочих активов и под обязательства по выдаче кредитов (в объеме 275 млн руб.).</p>
Рублевые облигации являются неплохим выбором для carry-trade	Рублевые облигации эмитента (в частности, БО-1, которые предлагают УТР 9,6% @ февраль 2013 г.) мы считаем неплохим выбором для реализации стратегии carry-trade. Кроме того, облигации МКБ лучше некоторых первичных предложений. Например, новые облигации банка Зенит (-/Ва3/В+), уступающего по размеру активов МКБ, находятся в маркетинге с ориентиром УТР 9,41-9,62% к годовой оферте, в то время как БО-3 торгуются с УТР 9,7% @ апрель 2013 г.
Евробонды все еще остаются недооцененными	В нашем комментарии от 15 июня 2012 г. мы указывали на слишком широкий спред MCB14-PSB14 (на тот момент более 200 б.п.) и рекомендовали покупать MCB 14. Наша рекомендация оправдалась: спред сократился до 130 б.п., при этом доходность MCB 14 сократилась на 1 п.п. до УТМ 8,24%. Тем не менее, бонды MCB 14 остаются одними из самых недооцененных среди краткосрочных бумаг банков за пределами первого эшелона.

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
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.