

## Пульс рынка

- ▶ **Американская экономика демонстрирует неплохие темпы восстановления.** Очередная порция макростатистики по США свидетельствует о том, что экономика находится в неплохой форме (восстановление происходит темпами, опережающими ожидания). Данные по росту ВВП за 3 кв. были пересмотрены в сторону повышения с 2,8% до 3,1% в годовом выражении. Это было связано с изменением оценок по личному потреблению, инвестициям нерезидентов, госрасходам и экспорту (при замедлении импорта). Другим позитивным сигналом стала статистика по рынку недвижимости: продажи на вторичном рынке в ноябре выросли на 5,9% (против +2,1% в предшествующем месяце), несмотря на последствия урагана Сэнди. В то же время отмечается сокращение предложения (до 4,8 месяцев при текущем темпе продаж, в октябре этот показатель составил 5,3 месяца), что является одним из факторов, способствующих сохранению ценового роста. Так, в ноябре средние цены выросли на 2,1%, при этом за последние 12 месяцев - на 10,1% (при потребительской инфляции на уровне 2%). Корпоративный сектор также чувствует себя неплохо: в 3 кв. размер прибыли увеличился на 17,9% г./г. Из общей позитивной картины несколько выбивается рынок труда, который не демонстрирует дальнейшего улучшения (заявки на пособия по безработице оказались выше ожиданий), что оказало негативное давление на индекс опережающих индикаторов (-0,2% в ноябре). Тем не менее, отсутствие решения по fiscal cliff пока пересиливает позитивные макроэкономические данные.
- ▶ **"Уж полночь близится, а Германа все нет".** Наметившееся несколькими днями ранее сближение позиции республиканцев и демократов не нашло развития. Вчера Дж. Бонер, представитель республиканцев, снял с голосования в Палате представителей (где они имеют большинство) свой план "Б" (предполагающий повышение налогов лишь для семей с доходом более 1 млн долл. в год), вето на который обещал наложить Б. Обама. Причиной снятия плана с голосования стало отсутствие достаточной поддержки среди представителей республиканцев. По-видимому, внутри партии произошел раскол на тему fiscal cliff, что повышает шансы позитивного решения, однако времени совсем мало. В этом году рынки остались без предновогоднего ралли.
- ▶ **Некоторое усиление притока госсредств недостаточно для ослабления напряженности.** Несмотря на продолжающийся налоговый период (вчера завершилась уплата НДС, ~190 млрд руб., наш прогноз) с начала недели в банковскую систему из бюджета поступило, по нашим оценкам, более 110 млрд руб. Однако короткие ставки денежного рынка, как мы и ожидали, еще немного подросли и по-прежнему выше 6,5%. Совпадает с нашим прогнозом и сохраняющийся огромный уровень РЕПО с ЦБ (1,95 трлн руб.). При этом причина, по которой лимиты о/п не выбираются в полном объеме, состоит лишь в том, что Банк России своевременно отреагировал их расширением (до более 700 млрд руб.). Кроме того, проблем с погашением части депозитов Казначейства 19 декабря не возникло только потому, что банки привлекли ровно столько, сколько нужно для их пролонгации на январь 2013 г. (40 млрд руб.). Того же нельзя сказать про существенно более крупное погашение по депозитам сегодня (~150 млрд руб.), для покрытия которых привлеченных накануне 40 млрд руб. (зачисление сегодня, при спросе в 65,6 млрд руб.) недостаточно. Едва ли банки прибегнут к заметному сокращению значительных корсчетов (911,2 млрд руб. сегодня на утро), поддержание которых необходимо для избежания сложностей с расчетами. Поэтому мы ожидаем увеличения спроса на рефинансирование и роста ставок сегодня, тем более что 21-25 декабря уплачиваются НДС и акцизы (~270 млрд руб., оценка) и продолжается отток с ростом наличности в обращении (с начала недели ~80 млрд руб.).
- ▶ **Время прихода Euroclear по-прежнему не определено.** По заявлениям представителей НРД на встрече в Минфине, Euroclear ждет от регуляторов (ФСФР и Минфина) дополнительных разъяснений по вопросам налогов и глубины раскрытия информации о владельцах бумаг. Со своей стороны, Минфин заверил, что в ближайшее время эти вопросы будут сняты. Однако отсутствие конкретики по срокам является еще одним фактором, не способствующим спекулятивным покупкам ОФЗ, которые, по нашим оценкам, в сравнении с уровнем инфляции уже выглядят дорого.

## Темы выпуска

- ▶ **ВТБ: заметно увеличил достаточность капитала**

## ВТБ: заметно увеличил достаточность капитала

Благодаря рыночной конъюнктуре прибыльность в 3 кв. заметно увеличилась...

Банк ВТБ (BBB/Baa1/BBB), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 3 кв. 2012 г. и 9М 2012 г., которая оставила у нас смешанное впечатление. В 3 кв. темп роста кредитования остался на низком уровне 2,9% кв./кв. (во 2 кв. рост составил 2% кв./кв.) и по-прежнему заметно отстает как от средней динамики рынка (+5,1%), так и от Сбербанка (+11,3%) и ГПБ (+5%). Чистая процентная маржа стабилизировалась кв./кв. на уровне 4,1%.

... что оказало позитивное влияние на достаточность капитала

Благодаря благоприятной рыночной конъюнктуре волатильные источники дохода (портфель ценных бумаг, операции с иностранной валютой) сформировали прибыль в 3 кв. (9,6 млрд руб. против убытка 17,6 млрд руб. во 2 кв.). Также заметный вклад в результат внесла прибыль от небанковской деятельности в размере 11,7 млрд руб. (6,3 млрд руб. - девелопмент, 4,3 млрд руб. - страхование и 1,1 млрд руб. - лизинг), или 34% от всего непроцентного дохода. В итоге показатель ROAE поднялся с 6,6% во 2 кв. до 16,2%. Увеличение прибыли, а также выпуск бессрочных субординированных евробондов 1-го уровня (в объеме 1 млрд долл.) позволили увеличить достаточность капитала T1 на 0,4 п.п. до 9,3%, а коэффициент общей достаточности капитала - на 0,1 п.п. до 12,9%. По оценке менеджмента, включение в капитал доразмещенных в начале ноября 2012 г. бессрочных субординированных бондов (на сумму 1,25 млрд долл.) приведет к увеличению достаточности капитала T1 до 10%, а общая достаточность капитала составит 14,4% (с учетом размещенного субординированного евробонда VTB 22 номиналом 1,5 млрд долл.).

Мы не склонны переоценивать в целом позитивный итог 3 кв., учитывая высокую зависимость банка от нестабильных статей дохода. В 2013 г. банк ожидает рост корпоративного кредитования на уровне рынка (10-15%), а розницы быстрее рынка (>25%). Это несколько превышает уровень прибыльности банка (по нашим оценкам, ROAE за 9М 2012 г. составил 9,2%) и, как следствие, может оказать давление на капитал.

### Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Активы, в т.ч.	7 184,7	6 858,0	+5%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	4 778,3	4 645,2	+3%
розничные	1 026,7	949,7	+8%
корпоративные	3 751,6	3 695,5	+2%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,6%	5,6%	0 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	939,4	892,8	+5%
Срочные депозиты клиентов	2 477,9	2 491,4	-1%
Собственный капитал	684,2	629,4	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,9%	12,8%	+0,1 п.п.
ROE	12,6%	10,7%	+1,9 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	3 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	61,9	58,4	+6%	54,0	+15%
Чистый комиссионный доход	12,4	11,5	+8%	9,2	+35%
Операционные доходы	83,2	55,1	+51%	49,8	+67%
Чистая прибыль	26,6	10,3	+2,6x	19,0	+40%
Чистая процентная маржа	4,1%	4,1%	0 п.п.	4,9%	-0,8 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитование отстает от рынка как в розничном, так и в корпоративном сегментах

Как и во 2 кв., основной прирост кредитования произошел в розничном сегменте (+8% кв./кв. до 1 027 млрд руб.), в то время как объем корпоративных кредитов почти не изменился, составив 3,7 трлн руб. По темпу прироста розничных кредитов ВТБ немного отстал как от среднего показателя по всей банковской системе (+9,2%), так и от Сбербанка (+15,5%). При этом потребительские кредиты, занимающие 56% розничного портфеля, выросли опережающими темпами (+10% до 579 млрд руб.). Доля розничных кредитов составила 21,5% (+1 п.п. кв./кв.).

Если не принимать во внимание специальный выпуск ОФЗ (который в объеме, свободном от залога РЕПО, классифицируется как кредитование госструктур), увеличение корпоративного портфеля кв./кв. составило 5%. Поскольку около трети портфеля приходится на валютные кредиты, произошедшее в 3 кв. укрепление рубля к доллару (на 6%) оказало эффект занижения реального прироста кредитования.

**Стабильные показатели качества кредитов**

Несмотря на невысокий темп роста кредитования, ВТБ удалось сохранить показатель NPL на уровне 5,6%, при этом норма резервирования снизилась с 6,8% во 2 кв. до 6,6%, что соответствует комфортному уровню покрытия NPL (118%). Удержать просрочку удалось в том числе благодаря списаниям, произведенным в объеме 6 млрд руб. (~2,1% от NPL 90+).

**Задолженность перед ЦБ РФ продолжила рост, превысив средний показатель по рынку**

Позиция в ценных бумагах (торговый и инвестиционный портфели) увеличилась на 8,4% до 1,1 трлн руб. Основной причиной изменений стал рост задолженности по РЕПО с ЦБ за счет специального выпуска ОФЗ 46023 (приобретенного в 2011 г. для докапитализации Банка Москвы на средства льготного кредита АСВ) и, соответственно, перевод их из состава кредитов в портфель ценных бумаг (в объеме ~123 млрд руб.). Доля акций в портфеле сократилась с 25% во 2 кв. до 18,2% (201 млрд руб.). Порядка 36% всего портфеля оказалось в залоге.

**Заметный объем ликвидности был размещен за пределами РФ**

Денежные средства и их эквиваленты увеличились на 212 млрд руб. до 568 млрд руб. (в частности, на корсчетах в банках, находящихся за пределами РФ, было размещено 100 млрд руб.).

**Отток средств юрлиц в 3 кв. был компенсирован депозитами от госструктур**

Увеличение кредитования (+179 млрд руб., с корректировкой на специальный выпуск ОФЗ) в 3 кв. в условиях произошедшего оттока клиентских средств (-161 млрд руб., без учета средств, привлеченных от государства) в основном по депозитам юрлиц (-240 млрд руб.) привело к увеличению дефицита ликвидности. Недостаток средств был покрыт за счет государственных источников ликвидности: от госструктур (в том числе Казначейства) было привлечено 213 млрд руб. Возможно, сокращение средств юрлиц обусловлено их более высокой стоимостью в сравнении с депозитами Казначейства.

Задолженность перед центральными банками увеличилась на 64 млрд руб. до 466 млрд руб., что составляет 7,2% от обязательств, в то время как по всей банковской системе РФ задолженность перед ЦБ РФ занимает 6,8%. Задолженность по РЕПО возросла на 149 млрд руб. (из них 91 млрд руб. пришлось на спецвыпуск ОФЗ). Также ВТБ увеличил задолженность по МБК (на 90 млрд руб.). В результате доля средств от организаций, связанных с государством, в обязательствах в 3 кв. 2012 г. возросла с 32% до 35%.

**Банк продолжает активно использовать рынки долгового капитала**

В 3 кв. банк активно занимал средства на рынке долговых ценных бумаг: общий объем размещений составил 47 млрд руб., из которых лишь 16 млрд руб. было привлечено на локальном рынке облигаций. После отчетной даты банк продолжил активно использовать оптовые источники фондирования. В частности был выпущен субординированный бонд ВТБ 22 номиналом 1,5 млрд долл. В 2013 г. ВТБ необходимо погасить долговые ценные бумаги в объеме 3,3 млрд долл., что планируется осуществить за счет новых выпусков.

**В выпусках ВТБ торговых идей нет**

Рублевые облигации эмитента выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ОФЗ в пределах 200-220 б.п., учитывая регулярное предложение новых бумаг от эмитента на первичном рынке. На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков бумаги ВТБ исторически торгуются с премией к другим российским госбанкам (в частности, спред ВТБ 17 - Sberbank 17 сейчас составляет ~100 б.п.). По нашему мнению, в настоящий момент потенциала для его значительного сужения нет. Недооцененным выглядит субординированный выпуск ВоМ17 (УТМ 5,5%), который котируются со слишком широким спредом к кривой старших выпусков ВТБ в размере 160 б.п. (близко к максимальному значению), учитывая повышение достаточности капитала ВТБ.

**Рекомендуем покупать sub ВоМ17**

## 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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### 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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### 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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

### Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Рубль должен выйти из спячки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

### Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: сдержанный рост импорта

### Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

### Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

### Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

### 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
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
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.