

Пульс рынка

- ▶ **Еврозона под влиянием риска неопределенности...** Доходности суверенных облигаций еврозоны по-прежнему остаются на своих локальных максимумах (10-летние бумаги Италии и Испании находятся на уровнях 5,65% и 5,94%, соответственно), что свидетельствует о выжидательной позиции ЕЦБ, а также о консервативном настрое частных инвесторов. Неопределенность усиливается президентскими выборами во Франции, в ходе первого тура которых явного лидера выявлено не было, что сохраняет повышенную доходность ее 10-летних облигаций (YTM 3,08%). Поддержку рынка оказала позитивная отчетность General Electric.
- ▶ **... несмотря на увеличение ресурсов МВФ.** Позитивной новостью стало увеличение ресурсов МВФ на 430 млрд евро, из которых 150 млрд евро было внесено еврозоной, 50 млрд евро Японией, по 15 млрд евро Южной Кореей, Саудовской Аравией и Англией, а также рядом других стран (включая РФ). Стоит отметить, что Канада и США отказались от новых взносов в МВФ. С учетом европейских фондов/механизмов помощи (ESM, EFSF), объем которых был также увеличен до 700 млрд евро, общий размер потенциальных вливаний на предотвращение кризисных ситуаций в еврозоне оценивается ~1,5 трлн евро, что достаточно для оказания поддержки Испании и Италии (конечно, если кризис будет развиваться по умеренно негативному сценарию). Мы отмечаем, что хотя формальный объем антикризисных фондов достаточно высок, реальное предоставление средств может сильно затянуться. Как показал пример с Грецией, условия предоставления помощи могут оказаться неприемлемыми для спасаемых стран, а процесс торга может обернуться новыми шоками для финансовых рынков.
- ▶ **Дорогая нефть ограждает рынок РФ от внешнего негатива.** Высокие цены на нефть (Brent удерживается выше 120 долл./барр.) позволяет российскому рынку выглядеть лучше среди развивающихся стран (вследствие относительно высокого притока средств институциональных фондов, по данным EPFR). Рекомендованные нами к покупке облигации Russia 42 (которые предлагали наибольшую премию к рынку при первичном размещении) по-прежнему опережают рынок, подорожав в конце недели еще на 0,6 п.п. до 104% от номинала, что на 7 п.п. выше цены размещения. Индикативный выпуск Russia 30 стабилизировался вблизи 120% от номинала. НОМОС Банку удалось разместить 10-летние субординированные облигации в объеме 500 млн долл. по нижней границе ориентира (10%), а Распадской - 5-летние облигации на сумму 400 млн долл. со ставкой купона 7,75% годовых.
- ▶ **ФСК (BBB/Ваа2/-) может собрать высокий спрос даже без премии к рынку.** Сегодня открывается книга заявок на покупку 4-летних облигаций ФСК-12 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,37% - 8,58%, что соответствует премии к кривой ОФЗ в размере 110 - 120 б.п. Более длинные облигации ФСК-9,11 (YTP 8,55% @ октябрь 2017 г.) и ФСК-19 (YTP 8,6% @ июль 2018 г.) котируются со спредом к ОФЗ в пределах 100 б.п. Таким образом, ориентир по новым бумагам несет небольшую премию к рынку. Стоит отметить, что для финансирования капитальных расходов в этом году ФСК потребуются привлечь новый долг (по нашим оценкам, 55 млрд руб.). Размер зарегистрированных выпусков облигаций составляет 60 млрд руб. (без учета размещаемых бумаг), однако срок действия проспектов истекает в начале июня 2012 г.

Темы выпуска

- ▶ **АТБ: крепкий игрок в прибыльном региональном сегменте**
-

АТБ: крепкий игрок в прибыльном региональном сегменте

Новые облигации
интересны по
озвученным
ориентирам

ОАО "Азиатско-Тихоокеанский Банк", АТБ (Moody's: B2), 68-й (+14 ступеней к 2010 г.) по размеру активов, по данным Интерфакс на 1.04.2012 г., и крупнейший региональный банк на Дальнем Востоке и в Сибири, сегодня открывает книгу заявок на покупку облигаций номиналом 1,5 млрд руб. с ориентиром УТР 10,93% – 11,46% к годовой ofercie, что предполагает премию 25-50 б.п. к коротким бумагам универсальных банков с рейтингом В/В2 (например, краткосрочные ТатФондБанк-6,7, БО-4 котируются в диапазоне УТМ 10,25-11,25%, СКБ-4 предлагают УТМ 10,65% @ июнь 2013 г.). При этом премия к недавно размещенным БО-2 Центр-инвест (Moody's: Ba3), кредитный профиль которого во многом схож с АТБ, составляет 120-170 б.п.

Кредитный профиль банка поддерживается присутствием в составе акционеров East Capital (17,9%) и IFC (7,0%). Также в составе акционеров АТБ - бывшие собственники (67,2%) Экспобанка, который перед самым кризисом в марте 2008 г. был продан Barclays (за ~745 млн долл.). На основе финансовых результатов по МСФО за 2011 г. мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента и рекомендуем участвовать в размещении, считая справедливым УТР 10,4%, что соответствует премии 50 б.п. к Центр-инвест БО-2 (за разницу в кредитном рейтинге в две ступени). Менеджмент АТБ ожидает повышения кредитного рейтинга, что создает потенциал для ценового роста бумаг эмитента на вторичном рынке.

Ключевые финансовые показатели АТБ

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	60 530	41 781	+45%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	39 659	22 116	+79%
розничные	25 782	13 163	+96%
корпоративные	13 878	8 953	+55%
NPL (90+)/Кредитный портфель	5,8%	10,5%	-4,7 п.п.
NPL (1+)/Кредитный портфель	8,0%	12,0%	-4 п.п.
Депозиты клиентов	33 284	22 758	+46%
Собственные средства	8 724	5 493	+59%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,8%	15,3%	+1,5 п.п.
ROAA	4,3%	6,4%	-2,1 п.п.
ROAE	30,9%	48,9%	-18 п.п.
в млн руб., если не указано иное	2011 г.	2010 г.	изменение
Чистый процентный доход до резервов	4 593	2 387	+92%
Чистый комиссионный доход	923	498	+1,8x
Операционные доходы	6 390	3 791	+69%
Расходы/доходы	50,5%	48,0%	+2,5 п.п.
Чистая прибыль	2 193	1 978	+11%
Чистая процентная маржа	10,7%	10,4%	+0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Агрессивная
кредитная экспансия с
акцентом на розницу

Кредитный портфель АТБ вырос на 79% г./г. до 39,7 млрд руб., при этом опережающую динамику продемонстрировал розничный сегмент: объем потребительского кредитования почти удвоился, составив 23,2 млрд руб., ипотечные кредиты приросли на 76% до 2,6 млрд руб. В результате доля потребительских кредитов в портфеле (без учета лизинга) возросла г./г. на 5 п.п. до 58%. Развитие банка сочетает как органический рост, так и приобретения небольших региональных банков: в 2010 г. были консолидированы Камчатпромбанк и Кольма-Банк.

Кредитный портфель
широко
диверсифицирован

Портфель характеризуется умеренной диверсификацией: на ТОП-10 крупнейших заемщиков приходится 24% корпоративного портфеля. ~70% всех корпоративных кредитов имеет размер < 10 млн руб. Кредиты МСБ (предприятиям и индивидуальным предпринимателям с выручкой до 30 млн руб./мес.) занимают 45% корпоративного кредитного портфеля. По срокам в

Снижение показателя NPL 90+ свидетельствует об улучшении качества	<p>портфеле преобладают кредиты с погашением в период до года (~45%), а треть кредитов имеет погашение от 1 до 3 лет. В валютной структуре портфеля преобладает российский рубль (97% всех кредитов выдано в рублях), в отраслевой - розничная и оптовая торговля (33,4% от корпоративного портфеля), а также строительство (10,5%) и производство (10,2%).</p> <p>Качество кредитного портфеля за год заметно улучшилось: несмотря на рост портфеля на 17,6 млрд руб., показатель NPL 90+ в абсолютном выражении остался на уровне 2,3 млрд руб., а его отношение к портфелю снизилось почти вдвое (до 5,8%). Размер просроченной задолженности также снизился с 12% до 7,9%. Наибольшая концентрация кредитного риска отмечается в сегменте потребительского кредитования: NPL 90+ составляет 8,6% (что на 8,3 п.п. ниже, чем в 2010 г.). Стоит отметить, что улучшение показателя NPL 90+ по розничному сегменту, помимо прироста кредитования, было обусловлено списанием плохих кредитов (531 млн руб., 118 млн руб. - годом ранее).</p>
Политику резервирования нельзя назвать консервативной. Необеспеченные корпоративные кредиты занимают лишь 7%	<p>Несмотря на высокий темп роста портфеля, объем сформированных резервов за год практически не изменился, как следствие, норма резервирования снизилась с 8,1% до 4,5%. Политику формирования резервов сложно назвать консервативной: резервы лишь на 80% покрывают показатель NPL 90+ и на 57% просроченную задолженность.</p> <p>Качество кредитного портфеля поддерживается обеспечением: доля кредитов под залог материальных активов (в том числе недвижимость, оборудование, а/м, товары в обороте, ценные бумаги) составляет 60%. Порядка трети всех кредитов выдано под поручительства и гарантии, лишь 7% (~950 млн руб.) - без обеспечения. Необходимо отметить, что необеспеченные корпоративные кредиты составляют лишь 11% от собственного капитала.</p> <p>Позиция в ценных бумагах (преимущественно, долговые ценные бумаги) была увеличена на треть до 9,8 млрд руб. за счет ОФЗ. 73% портфеля - бумаги с рейтингом не ниже ВВ-.</p>
Рост кредитного портфеля превзошел приток клиентских средств	<p>Приток клиентских средств (14 млрд руб.) заметно отставал от увеличения кредитного портфеля (+17,5 млрд руб.). Остальная часть фондирования была обеспечена средствами, размещавшимися ранее на рынке РЕПО (5,7 млрд руб.), а также привлечением длинных кредитных линий (3 млрд руб.) от IFC, ЕБРР и МСП-Банка для кредитования малого и среднего бизнеса. Из-за опережающего прироста кредитов, отношение Кредиты/Депозиты увеличилось с 1,03х в 2010 г. до 1,2х, при этом отношение Кредиты/Средства клиентов все еще ниже 1,0х.</p>
Сбалансированная структура активов с обязательствами	<p>Из-за увеличения доли кредитов в работающих активах с 61% до 76% произошло удлинение дюрации активов, что негативно сказалось на ликвидной позиции банка: на горизонте 12 месяцев дефицит ликвидности увеличился с 4,3 млрд руб. до 6 млрд руб. Тем не менее, по нашему мнению, он обусловлен в большей мере техническими факторами, характерными для большинства универсальных банков с большой долей клиентских средств в обязательствах: высокая диверсификация остатков на счетах клиентов в обязательствах позволяет считать их длинным источником фондирования.</p> <p>Денежные средства и их эквиваленты увеличились почти в два раза до 2,3 млрд руб., что полностью покрывает запланированные на 2012 г. погашения оптовых источников фондирования (банковские кредиты и векселя) объемом 1,9 млрд руб. Программа заимствований в этом году предусматривает привлечение на рынке облигаций порядка 1,5-3,0 млрд руб., что должно улучшить структуру обязательств банка.</p>
Низкая зависимость от волатильных доходов	<p>АТБ характеризуется низкой зависимостью от волатильных источников дохода (операций с ценными бумагами и валютой), которая еще больше снизилась г./г. за счет концентрации работающих активов в кредитах: доля процентных и комиссионных доходов в операционной прибыли выросла на 10 п.п. до 86%. Кроме того, в 2011 г. произошел двукратный рост чистых комиссионных доходов (+85% г./г. до 923 млн руб.), что связано с расширением расчетно-кассового обслуживания.</p>
Высокая маржа от кредитования	<p>Чистый процентный доход увеличился г./г. на 92% до 4,6 млрд руб., а чистая процентная маржа - на 30 б.п. до 10,7%. Средняя эффективная ставка по кредитам в рублях составляет 23%, а по депозитам и текущим счетам - 9% годовых. По прибыльности банк выглядит лучше большинства универсальных банков, в частности, КБ "Центр-инвест", у которого чистая процентная маржа в 2011 г. составила 7,2%.</p>

Почти двукратное повышение расходов на персонал (в т.ч. из-за открытия новых офисов), а также убыток, полученный в результате списания плохих кредитов, который составил 536 млн руб. (против прибыли 532 млн руб. от восстановления резервов годом ранее) оказали заметное давление на чистую прибыль, которая оказалась г./г. лишь на 11% выше (2,2 млрд руб.). Вместе с тем, без учета результата по созданию/восстановлению резервов рост операционной прибыли составил 88,8% (до 5,5 млрд руб.). По результатам 2011 г. было принято решение о выплате дивидендов в размере 450 млн руб.

**Достаточность
капитала остается на
высоком уровне**

Несмотря на довольно значительный прирост кредитного портфеля, достаточность капитала 1-го уровня снизилась лишь на 1 п.п. до 14,2%, а общая достаточность капитала выросла на 1,5 п.п. до 16,8% (за счет проведенной переоценки офисных помещений). Однако мы отмечаем, что планы банка по росту портфеля в 2012 г. на 48% г./г. выглядят достаточно амбициозными и могут оказать давление на достаточность капитала (в пределах 2 п.п.).

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

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

Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

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	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.