

Ежедневный обзор долговых рынков от 30 августа 2012 г.



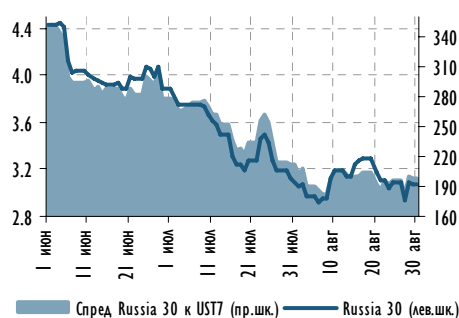
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение день к нач. года
Валютный рынок		
EUR/USD	1.253 ▼	-0.3% -3.3%
USD/RUB	32.22 ▲	0.7% 0.3%
Корзина валют/RUB	35.86 ▲	0.4% -1.6%
Денежный рынок		
Корсчета, млрд руб.	701.6 ▼	-32.1 -445.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	108.4 ▼	-4.3 -100.3
MOSPRIME о/п, п.п.	5.7 ▼	-0.3 0.0
3М-MOSPRIME, п.п.	7.2 ■	0.0 0.0
3М-LIBOR, п.п.	0.42 ▼	0.0 -0.2
Долговой рынок		
UST-2, п.п.	0.27 ▲	0.0 0.0
UST-10, п.п.	1.65 ▲	0.0 -0.2
Russia 30, п.п.	3.07 ▼	0.0 -1.5
Russia 5Y CDS, б.п.	164 ▲	0.3 -111.1
EMBI+	302 ▼	-2 -74
EMBI+ Russia	197 ▼	-3 -124
Товарный рынок		
Urals, долл./барр.	112.03 ▼	-0.4% 5.9%
Золото, долл./унц.	1656.5 ▼	-0.6% 5.9%
Фондовый рынок		
FTC	1,410 ▼	-1.3% 2.0%
Dow Jones	13,107 ▲	0.0% 7.3%
Nikkei	9,070 ▲	0.4% 7.3%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- В ожидании выступления Б. Бернанке ситуация на финансовых рынках изменилась незначительно. Прирост DJIA, S&P 500 и Nasdaq не превысил 0,13%, европейские фондовые площадки не показали единой динамики, например, DAX прибавил +0,11%, FTSE100 и CAC 40 потеряли 0,5-0,6%. Евро по отношению к доллару подешевел на 0,3% и сегодня с утра торгуется около отметки 1,254 долл.
- Доходность UST10 (YTM 1,65%) впервые за три дня выросла (+2 б.п.) на фоне неплохой статистики по американской экономике.
- Поддержку рынкам оказали уточненные данные за 2K12 по ВВП США (+1,7%), которые были лучше предварительных оценок (+1,5%) благодаря неожиданно сильным цифрам по экспорту и личному потреблению: +1,7% и +1,5% соответственно.
- Число подписанных и незавершенных контрактов на покупку жилья (pending home sales) в июле достигло максимального значения с апреля 2010 г., и прирост превысил ожидания (2,4% по сравнению с 1,0%), что стало еще одним аргументом в пользу возможного начала восстановления рынка жилой недвижимости США.
- Данные по состоянию экономики США («Бежевая книга») в июле – начале августа т.г. не стали неожиданностью – экономика продолжила постепенно расти на фоне восстановления рынка жилья и покупательской способности, несмотря на слабые данные производственного сектора.
- Встреча А. Меркель и М. Монти завершилась без громких заявлений. Было отмечено, что жесткие экономические и бюджетные реформы в еврозоне начинают приносить первые положительные результаты.
- Активность в **российских еврооблигациях** оставалась невысокой, котировки бумаг изменились незначительно. «Тридцатка» завершила день в районе 125%, спред к «десятке» ужался до 142 б.п. (-3 б.п.).
- Котировки **рублевых госбумаг** вновь не были особо чувствительны к давлению со стороны валютного рынка: цены колебались в пределах -15/+10 б.п. относительно уровней предыдущего закрытия.
- Спрос на вчерашнем аукционе Минфина оказался крайне слабым: ведомству удалось продать лишь 2,6 млрд руб. (из 10 млрд руб.) 5-летней бумаги по верхней границе диапазона доходности – 7,57%. На наш взгляд, невысокий интерес инвесторов объясняется неготовностью брать бумагу без премии к вторичному рынку на фоне неопределенной внешней конъюнктуры и волатильности на валютном рынке.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Недельная инфляция (21-27 августа) была нулевой, годовое значение достигло 6,0%
- Денежный рынок: инновации от ЦБ

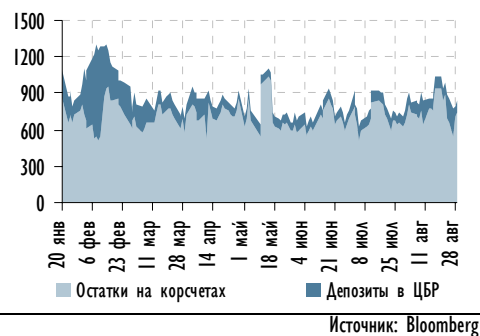
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Результаты **Северстали (BB+/Ba1/BB)** по МСФО за 2K12: не ожидаем эффекта на котировки торгуемых бумаг
- Транснефть (BBB/Baa1/-)** опубликовала сильную финансовую отчетность за 2K12 по МСФО
- КБ «Восточный» (-/B1/-)**: неоднозначные результаты 1П12
- АИЖК (BBB/Baa1/-)**: нейтральные результаты за 1П12 по МСФО
- Сбербанк (-/Baa1/BBB)**: сильные результаты за 2K12 по МСФО

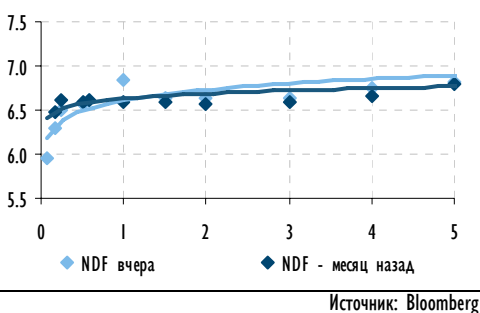


МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



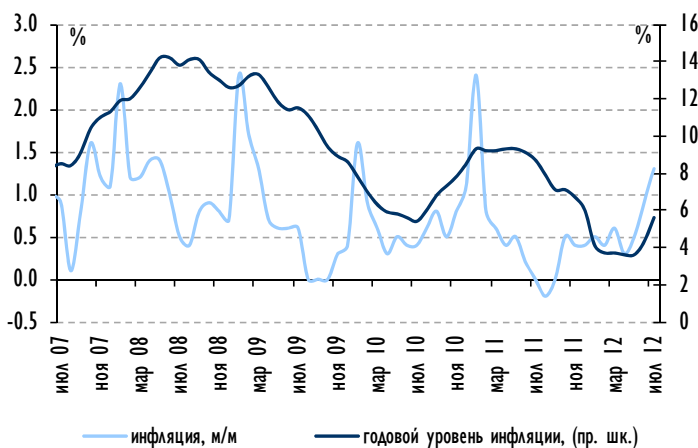
Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Недельная инфляция (21-27 августа) была нулевой, годовое значение достигло 6,0%

Вчера Росстат сообщил, что за период 21-27 августа в России был зафиксирован нулевой прирост цен по набору товаров потребительской корзины. С начала августа инфляция составила 0,2% (в августе 2011 г. цены упали на 0,2%), с начала года – 4,7% (за аналогичный период 2011 г. – 4,8%). Однако годовое значение инфляции достиг 6,0%, что находится на верхней границе целевого ориентира Банка России на 2012 г.

Динамика годового уровня инфляции в России, 2007-2012 гг.



За прошедшую неделю подешевела плодоовощная продукция (на 2,6%), при этом зафиксирован рост цен на бензин и дизтопливо (на 0,5%), а также мучные и хлебобулочные изделия (от 0,4% до 1,4%). Последнее объясняется ухудшением показателей урожая 2012 г. относительно 2011 г. (согласно последним оценкам Минсельхоза, по итогам уборки текущего года зерновых будет собрано на 15% меньше). Пока продовольственная инфляция не проявила себя в полной мере (за счет сезонного удешевления овощей), однако с октября данные риски будут нарастать. Примечательно, что накануне Минэкономразвития повысило прогноз по инфляции на 2012 г. до 7%, объясняя это как раз ростом цен на продукты питания.

На наш взгляд, в условиях отсутствия внешних шоков усилий монетарных властей будет достаточно для удержания годового уровня ИПЦ в пределах 6,0% за счет сжатия денежной базы относительно денежной массы и гибкой курсовой политики.

Иван Синельников
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

Денежный рынок: инновации от ЦБ

► Чистая ликвидная позиция выросла на 36,0 млрд руб.

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на начало 30 августа составили 810,0 млрд руб., что на 36,4 млрд руб. меньше, чем днем ранее. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Росказначейством снизилась на большую величину (-72,4 млрд руб.) до 2,52 трлн руб. В итоге чистая ликвидная позиция выросла на 36,0 млрд руб. до минус 1,71 трлн руб.

► Операции рефинансирования: ЦБ расширил залоговую базу по обеспеченным кредитам

Банк России опубликовал Указание, в соответствии с которым снимается ограничение на рефинансирование банков под обеспечение



векселей и кредитов организаций, с которыми у банков существуют аффилированные отношения из-за участия в капитале банка и организации органов государственной власти, местного самоуправления или госкорпораций. Принятый шаг следует рассматривать как смягчение денежно-кредитной политики, поскольку он расширяет объем залоговой базы по обеспеченным кредитам ЦБ. На сегодняшний день задолженность банков по данному инструменту рефинансирования достигла 669,5 млрд руб., что на 75% больше, чем с начала текущего года.

Вчера Банк России сократил лимит по 1-дневному аукционному РЕПО до 100,0 млрд руб. (-290,0 млрд долл. относительно вторника). По итогам утренней сессии было заключено сделок на 83,1 млрд руб. по средневзвешенной ставке 5,49% (+10 б.п.). После полудня банки заняли еще 10,1 млрд руб. под 5,33%. Сегодня Банк России снова понизил лимит – до 30 млрд руб.

Сегодня Федеральное казначейство предложит 50,0 млрд руб. для размещения на банковские депозиты на 35 дней под минимальную ставку 6,4%. Совокупная задолженность банков перед Росказной на 30 августа 2012 г. достигла 343,8 млрд руб. (в начале 2012 г. – 571,0 млрд руб.).

Кроме того, сегодня состоится аукцион ВЭБа по размещению средств пенсионных накоплений. Банк предложит 40,0 млрд руб. на 358 дней под минимальную ставку 8,15%.

► **Ставки междилерского РЕПО снизились на 13 б.п.**

Процентные ставки денежного рынка продолжают снижение в условиях достаточного предложения ликвидности со стороны регулятора и в связи с окончанием налогового периода. Ставки 1-дневного междилерского РЕПО под залог облигаций снизились на 13 б.п. до 5,70%. Оборот торгов составил 84,5 млрд руб., что на 3,1 млрд руб. меньше, чем днем ранее.

► **Валютный рынок: локальный спрос на валюту способствует дальнейшему ослаблению рубля**

Бивалютная корзина продолжает расти, однако более низкими, чем в начале недели, темпами. По итогам вчерашнего дня она прибавила 0,12 руб. и закрылась на отметке 35,84 руб. Средневзвешенный курс доллара составил 32,14 руб./долл. (+0,33% к аналогичному показателю предыдущего дня), курс закрытия – 32,18 руб./долл. (+0,16 руб.). Европейская валюта к концу торгового дня котируется на отметке 40,32 руб./евро (+0,08 руб.). Нефть по итогам вчерашнего дня подешевела чуть менее чем на 0,1%.

Причина продолжающегося ослабления рубля заключается в возросшем локальном спросе на иностранную валюту. С одной стороны, банки увеличили объем конверсионных операций в интересах нерезидентов, получивших дивиденды по акциям российских компаний. С другой стороны, в сентябре России предстоит погасить около 14,0 млрд долл. по внешнему долгу (против 10,2 млрд долл. в августе).

Иван Синельников
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Результаты Северстали по МСФО за 2К12: не ожидаем эффекта на котировки торгующихся бумаг

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch BB+/Ba1/BB

Новость: Северсталь вчера опубликовала финансовые результаты за 1П12 по МСФО, на наш взгляд, нейтральные с точки зрения кредитного профиля. Мы не ожидаем реакции в котировках торгующихся выпусков евробондов CHMFRU16 (YTM 5,45%, Z-спред 481 б.п.) и CHMFRU17



(YTM 486 б.п., Z-спред 486 б.п.). Премия CHMFRU17 к кривой Газпрома (GAZPRU18) в последние дни колеблется в районе 210-220 б.п. (в терминах Z-спреда), что близко к среднему уровню с начала года (210 б.п.).

Комментарий:

Рост EBITDA и рентабельности – отчасти за счет эффекта «низкой базы».

Выручка Северстали во 2К12 практически не изменилась по сравнению с 1К12 (+1,1% кв/кв). При этом EBITDA увеличилась на 18% кв/кв, а норма прибыли улучшилась на 2,6 п.п. до 17,9%. В то же время стоит отметить, что рост показателя отчасти отражает эффект «низкой базы»: в 1К12 в EBITDA были учтены разовые неденежные расходы (доначисление резерва по запасам российского сегмента, в объеме 56,7 млн долл.). По сравнению со скорректированным показателем, не учитывающим разовые расходы, рост EBITDA во втором квартале составил 7%, а увеличение рентабельности – 1 п.п. Высокий уровень вертикальной интеграции Северстали препятствовал большему увеличению EBITDA по сравнению с ММК и НЛМК (+26% кв/кв и +38% кв/кв, соответственно).

Российский сегмент – основной вклад в рост прибыли. Основной вклад в динамику прибыли оказал сегмент «Российская сталь»: EBITDA выросла на 11% кв/кв (корректируя на разовые расходы 1К12), норма прибыли – на 1,3 п.п. На рентабельности позитивно сказалась девальвация рубля по отношению к доллару (в среднем на 2% кв/кв) и снижение цен на сырье. Кроме того, Северсталь увеличила долю продуктов с высокой добавленной стоимостью в структуре отгрузок с 40% в 1К12 до 43% (х/к прокат, оцинкованная сталь, прокат с покрытием) на фоне роста внутреннего спроса. В итоге средняя цена реализации в России выросла на 7% кв/кв.

Дивизион Severstal International также показал рост рентабельности EBITDA (с 6% в 1К12 до 7,2% во 2К12), главным образом за счет снижения производственных расходов и улучшения структуры выпуска после запуска новых мощностей по оцинкованному прокату. Конъюнктура на рынке стали США во 2-м квартале ухудшилась, но снижение спотовых цен не успело полностью отразиться в ценах реализации Severstal International.

Доходы и EBITDA сырьевого дивизиона ожидаемо снизились (на 3% и 9% кв/кв) на фоне негативной динамики цен: угольный концентрат Воркутауголь подешевел на 16% кв/кв, PBS Coals – на 11% кв/кв. Кроме того, давление на рентабельность оказал рост себестоимости производства на Воркутаугле из-за плановых ремонтов и снижения выпуска.

Свободный денежный поток Северстали в отчетном квартале оставался положительным (96 млн долл.). Всего за 1П12 показатель составил 180 млн долл., тогда как в прошлом году его значение было отрицательным (-163 млн долл.). Денежный поток после выплаты дивидендов за 1П12 – 72 млн долл. Учитывая, что в 1П12 компания потратила лишь около 40% инвестиционного бюджета (около 650 млн долл. из 1,7 млрд долл.), а также предстоящие дивидендные выплаты (дивиденды к уплате по отчетности – 195 млн долл.), мы полагаем, что значение свободного потока после дивидендов по итогам 2012 года будет близко к нулю.

Незначительный рост долговой нагрузки. Ливеридж Северстали в терминах «Чистый долг/12М EBITDA» незначительно вырос (с 1,1х в 1К12 до 1,2х) на фоне снижения прибыли, и одновременно сокращения абсолютного уровня долга (чистые погашения во 2-м квартале по отчету о движении денежных средств – 215 млн долл.). При этом Северсталь остается компанией с наименьшей долговой нагрузкой в секторе. График погашений предполагает довольно существенные выплаты в ближайшие 1,5 года – 743 млн долл. в 3-4К12 и почти 1,5 млрд долл. в 2013 г. В то же время большой объем короткого долга не представляет угрозы для Северстали, учитывая внушительную подушку ликвидности – более 1,9 млрд долл.



Стратегия на публичных рынках долга. Согласно комментариям менеджмента в ходе конференц-звонка, Северсталь не имеет потребности в новом долге на горизонте одного года. В то же время, если сложатся благоприятные условия, компания не исключает выхода на публичный рынок с новыми выпусками рублевых облигаций / евробондов. В августе Северсталь зарегистрировала 3 серии рублевых облигаций на 30 млрд руб. (около 930 млн долл.).

Ожидания на 3К12. Менеджмент ожидает, что в России в 3К12 спрос сохранится примерно на уровне второго квартала. На экспортных рынках возможен рост цен в сентябре на фоне увеличения покупательской активности. При этом в США повышение цен началось уже в августе по мере улучшения баланса спроса и предложения на рынке (сокращения выпуска стали и импорта). Между тем цены на сырье во втором полугодии могут испытывать давление в результате снижения производства стали в Китае. В целом менеджмент ожидает, что результаты группы будут сопоставимы с результатами первого полугодия 2012 года.

Основные финансовые показатели Северстали по МСФО, млн долл

	2010	2011	1П12	г/г	1П11	2К12	кв/кв	1К12
Выручка	12 819	15 812	7 397	-2%	7 566	3 718	1%	3 679
EBITDA	3 010	3 590	1 232	-32%	1 802	667	18%	565
EBITDA рентабельность, %	23%	23%	17%	-7 п.п.	24%	18%	3 п.п.	15%
Операционный денежный поток	1 539	2 177	829	50%	552	467	29%	362
Капитальные вложения	-1 075	-1 716	-649	-9%	-715	-371	34%	-278
Свободный денежный поток	464	461	180	-	-163	96	13%	85
Всего активов	19 408	17 910	15 321	-	-	15 321	-6%	16 333
Собственный капитал	7 350	7 067	6 859	-	-	6 859	-10%	7 625
Совокупный долг, в том числе	6 146	5 976	5 692	-	-	5 692	-6%	6 043
Доля краткосрочного долга, %	23%	20%	28%	-	-	28%	-2 п.п.	29%
Денежные средства и эквиваленты	2 025	1 864	1 943	-	-	1 943	-13%	2 244
Показатели								
Долг/Капитал, х	0,8	0,8	0,8	-	-	0,8	-	0,8
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	5,8	9,3	6,7	-	-	6,7	-	6,0
Чистый долг/12М EBITDA, х	1,4	1,1	1,2	-	-	1,2	-	1,1
Долг/12М Свободный денежный поток, х	13,2	13,0	7,1	-	-	7,1	-	8,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Транснефть
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/-

Транснефть опубликовала сильную финансовую отчетность за 2К12 по МСФО

Новость: Транснефть опубликовала сильную финансовую отчетность за 2К12 и 6 месяцев 2012 г. по МСФО. При отсутствии роста тарифов и почти 20%-ном снижении выручки от транспортировки нефтепродуктов, Транснефть смогла удержать общую выручку практически на неизменном уровне и достичь роста EBITDA на 2,7%. Во 2К12 Транснефть показала высокий уровень контроля над затратами. Свободный денежный поток вновь оказался отрицательным из-за серьезного увеличения оборотного капитала и возврата капитальных вложений к нормальному значению после непривычно низкого в 1К12.

Компания опубликовала результаты раньше наших ожиданий и ожиданий рынка без предварительного уведомления о сроках публикации, в связи с чем не было сформировано достоверного консенсус-прогноза.

Мы не ожидаем, что опубликованная финансовая отчетность окажет влияние на выпуски еврооблигаций Транснефти, которые торгуются с дисконтом в районе 20-30 б.п. (Z-спреды) к выпускам Газпрома.

Выручка достигла 179,9 млрд руб., практически не изменившись к уровню предыдущего квартала (-0,8%), но увеличившись на 8,5% г/г. Выручка от транспортировки нефтепродуктов сократилась на 19,6% кв/кв и на 22%



г/г из-за введенных ограничений на транспортировку нефтепродуктов по сетям Транснефтепродукта с высоким содержанием серы. Основными причинами для общего роста выручки по сравнению с уровнем годичной давности стала индексация тарифов на 2,85% с 1 сентября 2011 г. и на 5% с 1 ноября 2011 г. Начиная с 4К11 Транснефть стала показывать в отчетности выручку от реализации нефти в Китай с учетом экспортных пошлин, ретроспективно изменив представление выручки и за 2К11 и за 6М11.

За первое полугодие 2012 г. к аналогичному периоду прошлого года выручка увеличилась на 10,9% до 361 млрд руб.

EBITDA Транснефти достигла 86,7 млрд руб., увеличившись на 2,7% по сравнению с 1К12 и на 16,0% по сравнению со 2К11. Основными факторами роста стали динамика выручки и высокая степень контроля над затратами, в особенности на электроэнергию и материалы, а также на оплату труда и ремонтные работы. Суммарные денежные расходы компании сократились на 3,8% кв/кв, увеличившись всего на 2,4% г/г. За первые шесть месяцев 2012 г. показатель составил 171 млрд руб., что на 17,8% выше в 1П11.

Отрицательный свободный денежный поток. Свободный денежный поток Транснефти вернулся в отрицательную зону достигнув 28 млрд руб. во 2К12 и 3,7 млрд руб. в 1П12 из-за серьезного увеличения рабочего капитала во 2К12 (65 млрд руб.) и роста капитальных затрат на 52,6% кв/кв после непривычно низкого уровня 1К12. Несмотря на это, мы полагаем, что Транснефть может показать позитивный денежный поток по итогам 2012 г. и устойчиво выйти на позитивную территорию в дальнейшем.

Долговая нагрузка. В 1П12 величина финансового долга компании снизилась на 5,8% до 570 млрд руб. в основном за счет погашения в конце июня выпуска еврооблигаций объемом 700 млн евро. В то же время чистый долг вырос на 7,9% до 496 млрд руб., в т. ч. за счет снижения денежных средств и эквивалентов почти в два раза или до 74 млрд руб.

В итоге на середину 2012 г. соотношение «Чистый долг/EBITDA» оценивалось нами на уровне 1,56х, что соответствует значению конца 2011 г.

Основные финансовые показатели ОАО «Транснефть», МСФО млн руб.

	2009	2010	2011	1П12	1П11	г/г
Выручка	351 051	447 532	670 270	361 293	325 894	10,9%
EBITDA	216 419	238 892	291 189	171 181	145 370	17,8%
Рентабельность по EBITDA	61,6%	53,4%	43,4%	47,4%	44,6%	+2,8 п.п.
Операционный денежный поток	163 176	194 676	171 611	81 599	68 828	18,6%
Капитальные вложения	203 273	225 119	209 526	85 293	117 068	-27,1%
Свободный денежный поток	-40 097	-30 443	-37 915	-3 694	-48 240	-92,3%
Всего активов	1 419 747	1 651 635	1 858 206	1 469 300	1 728 905	-15,0%
Собственный капитал	681 396	806 437	996 527	1 085 365	936 164	15,9%
Финансовый долг	559 535	591 180	605 311	570 421	558 629	2,1%
Доля краткосрочного долга	2,0%	1,8%	8,8%	1,9%	9,4%	-7,6 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	283 658	283 864	145 546	74 440	176 531	-57,8%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,82	0,73	0,61	0,53	0,60	
EBITDA/Процентные расходы, х	12,5	11,4	13,2	11,8	12,4	
Чистый долг/EBITDA, х	1,27	1,29	1,58	1,56	1,39	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 10

Иван Хромушин
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 89

КБ «Восточный»
S&P/Moody's/Fitch

–/B1/–

КБ «Восточный»: неоднозначные результаты 1П12 по МСФО

Новость. Вчера КБ «Восточный» опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 1П12 по международным стандартам.

Комментарий. Отчетность КБ «Восточный» оставляет двоякое впечатление. Прежде всего, обращает на себя внимание по-прежнему «взрывной» темп роста бизнеса организации: +30% по валовому кредитному портфелю и +24% по активам только за первые 6 месяцев года, что, к слову, соответствует росту в 4,9 и 4,3 раза соответственно за 3-летний период с 30 июня 2009 г. по 30 июня 2012 г. При этом доходность активных операций банка остается на впечатляюще высоком уровне – 24,2% по итогам 1П12.

Вместе с тем, определенные вопросы вызывают как показатели качества активов: доля кредитов с просрочкой платежа более 1 дня в 16,4% на 30 июня 2012 г. (против 13,3% на начало года) – как и тот факт, что уровень созданных банком резервов на возможные потери не столь велик (5,5% валового портфеля).

Снижающаяся достаточность капитала банка – до 13,5% по совокупному показателю на 30 июня 2012 г. – вполне закономерна при столь высоких темпах роста бизнеса. Стоит, однако, заметить, что еще несколько месяцев назад банк обозначил планы провести допэмиссию акций, в рамках которой могут быть выручены 100–150 млн долл.

Финансовые результаты КБ «Восточный» по МСФО, млн руб.

	2010	2011	1П12
Отчет о совокупном доходе			
Чистые процентные доходы	9 137,7	17 409,7	12 083,1
Чистые комиссионные доходы	363,1	55,4	(157,9)
Операционные расходы	(5 419,3)	(8 264,6)	(5 028,4)
Резервы по кредитам	(2 526,6)	(3 974,6)	(3 447,2)
Чистая прибыль	2 209,3	4 604,8	2 826,6
Активы			
Денежные средства и эквиваленты	7 045,0	12 282,5	14 481,3
Ценные бумаги	6 149,7	8 289,5	9 074,8
Чистый кредитный портфель	70 157,4	107 441,4	139 128,5
Всего активов	90 497,9	137 119,6	170 469,6
Обязательства и капитал			
Средства ЦБ	0,0	3 012,6	3 412,1
Средства других банков	123,9	2 330,6	1 859,9
Средства корпоративных клиентов	10 565,5	11 527,1	16 521,3
Средства частных клиентов	62 809,4	94 508,2	117 817,4
Долговые ценные бумаги (включая субординированный евробонд)	4 375,0	6 057,5	6 087,6
Прочие заемные средства	1 199,7	1 850,0	2 633,1
Собственный капитал	10 592,4	16 211,5	20 260,8
Ключевые показатели, %			
Рентабельность капитала (ROAE)	25,9%	34,5%	31,0%
Рентабельность активов (ROAA)	3,2%	4,2%	3,7%
Чистая процентная маржа (NIM)	14,4%	16,6%	16,6%
Стоимость риска	4,6%	4,3%	5,3%
Расходы/Доходы	51,8%	46,3%	41,7%
Чистый кредитный портфель/Депозиты	95,6%	101,3%	103,6%
Кредиты с просрочкой более 1 дня/Кредиты	16,0%	13,3%	16,4%
Кредиты с просрочкой более 90 дней/Кредиты	9,8%	6,4%	6,8%
Резервы/Кредиты	7,7%	5,1%	5,5%
Совокупная достаточность капитала	15,0%	14,2%	13,5%
Денежные средства/Активы	7,8%	9,0%	8,5%

Источник: КБ «Восточный», расчеты Газпромбанка

Отчетность за 1П12 не содержит принципиально новой информации о кредитном профиле КБ «Восточный». Находящийся в обращении рублевый долг банк короток, а с точки зрения «тактики» управления ликвидностью значение имеют прежде всего высокие показатели



маржинальности банка, а также регулярные получения им наличности от амортизации работающих розничных кредитов (в независимости от привлечения депозитов / открытости финансовых рынков). Облигации банка на уровнях доходности выше 10% остаются привлекательными для инвестирования – с оглядкой на будущую динамику качества кредитного портфеля организации.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Сбербанк: сильные результаты за 2К12 по МСФО

Сбербанк
S&P/Moody's/Fitch

–/Baa1/BBB

Новость. Вчера Сбербанк опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 2К12 по международным стандартам, а также провел телеконференцию для инвесторов.

Наши основные наблюдения из отчетности таковы:

- ▶ **Чистая прибыль** Сбербанка за 2К12 составила 83,1 млрд. руб. (-10% в квартальном и -7% в годовом исчислении), что на 2% превысило консенсус-прогноз (Reuters) и оказалось на 2% ниже наших оценок. Рентабельность капитала (ROAE) опустилась до 24% (28% в 1К12). Отметим, что большое влияние оказали повышенные **начисления налогов** за период (эффективная ставка 26%). При нормализации налоговой ставки квартальная чистая прибыль составила бы 90 млрд руб., что уже на 10% выше консенсуса. Из других важных факторов выделим **отчисления в резервы**, которые оказались существенно ниже как наших ожиданий, так и консенсуса (стоимость риска составила 0,1% против ожидавшихся нами 0,3%). Рост **операционных издержек** остался высоким (+23% г/г), однако почти совпал с ожиданиями.
- ▶ Темпы роста **балансовых показателей** оказались лучше прогнозов: так, рост активов/кредитов/депозитов превысил наши ожидания на 1–3%. Особенно стоит выделить стремительное увеличение **розничных кредитов** (+13% кв/кв).
- ▶ **Рентабельность** банка осталась стабильно высокой. **Чистая процентная маржа** (NIM), как мы и предполагали, сохранилась на уровне 1К12 (6,2%), что следует признать хорошим результатом. Средняя **доходность работающих активов** выросла скромнее наших ожиданий (на 10 б.п. до 9,7%), однако и рост средней **стоимости фондирования** находился под контролем (+20 б.п. до 3,8%).
- ▶ **Качество портфеля банка** резко улучшилось в результате одноразового списания: соотношение резервов и NPL к валовому портфелю снизилось соответственно до 6,0% и 3,4% на 30 июня 2012 г. (7,3% и 4,8% по итогам 1К12). Главным фактором данного роста качества оказалось одноразовое списание просроченных долгов на 93 млрд руб. (за счет ранее созданных резервов) в результате работы банка по возврату крупного проблемного кредита.

Комментарий. Финансовые результаты Сбербанка выглядят крепко и производят в целом положительное впечатление. Для инвесторов в долг банка, однако, откровений отчетность не содержит, лишь в очередной раз подтверждая его статус как наиболее качественного заемщика из российского финансового сектора. Евробонды Сбербанка остаются интересной альтернативой суверенному долгу: премия SBERRU22 к RUSSIA22, для примера, составляет в настоящее время 170 б.п.



Финансовые результаты Сбербанка по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	2011	1П12
Отчет о совокупном доходе				
Чистые процентные доходы	502,7	495,8	581,1	335,6
Чистые комиссионные доходы	101,1	123,6	140,6	78,3
Операционные расходы	(229,3)	(282,6)	(368,4)	(216,7)
Резервы по кредитам	(388,9)	(153,8)	1,2	1,1
Чистая прибыль	24,4	181,6	315,9	175,3
Активы				
Денежные средства и эквиваленты	725,5	719,6	625,6	933,3
Ценные бумаги	1 064,1	1 823,6	1 625,9	1 640,4
Чистый кредитный портфель	4 864,0	5 489,4	7 719,7	8 861,5
Всего активов	7 105,1	8 628,5	10 835,1	12 433,8
Обязательства и капитал				
Средства других банков (включая ЦБ)	53,9	134,7	532,4	873,0
Средства корпоративных клиентов	1 651,6	1 816,7	2 205,8	2 593,5
Средства частных клиентов	3 787,3	4 834,5	5 726,3	6 175,4
Долговые ценные бумаги	170,7	272,7	268,7	483,7
Субординированный долг	519,1	303,5	303,5	314,5
Собственный капитал	778,9	987,2	1 268,0	1 415,4
Ключевые показатели, %				
Рентабельность капитала (ROAE)	3,2%	20,6%	28,0%	25,9%
Рентабельность активов (ROAA)	0,4%	2,4%	3,4%	3,0%
Чистая процентная маржа (NIM)	7,8%	6,6%	6,5%	6,2%
Расходы/Доходы	34,5%	41,9%	47,4%	48,6%
Стоимость риска	7,1%	2,7%	0,0%	0,0%
Чистый кредитный портфель/Депозиты	89,4%	82,5%	97,3%	101,1%
Средства 20 крупнейших вкладчиков, % от средств клиентов	8,4%	8,4%	7,8%	10,0%
NPL/Кредиты	8,5%	7,3%	4,9%	3,4%
Реструктуризация/Кредиты	11,9%	12,1%	12,3%	10,7%
Резервы/Кредиты	10,7%	11,3%	7,9%	6,0%
NPL за вычетом специфических резервов, % от капитала I-го уровня (Базель)	15,3%	6,1%	4,2%	2,7%
Долг 20 крупнейших заемщиков, % от капитала I-го уровня (Базель)	171,4%	156,1%	165,6%	156,0%
Достаточность капитала I уровня (Базель)	11,5%	11,9%	11,6%	11,2%
Совокупная достаточность капитала (Базель)	18,1%	16,8%	15,2%	14,5%
Денежные средства/Активы	10,2%	8,3%	5,8%	7,5%

Источник: Сбербанк, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)АИЖК
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/—

АИЖК: нейтральные результаты за 1П12 по МСФО

Новость. Вчера Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) опубликовало консолидированные финансовые результаты деятельности за 1П12 по международным стандартам.

Комментарий. Отчетность АИЖК оценивается нами нейтрально. Уровень капитализированности организации (43,1% по соотношению «Капитал/Активы» на 30 июня 2012 г.) и ее обеспеченность ликвидностью (24,3% по соотношению «Денежные средства и банковские депозиты/Активы») по-прежнему более чем значительны, что существенно ослабляет ее кредитные риски.

Из интересного можно обратить внимание на то, что за 1П12 доля закладных с просроченными более 1 дня платежами в совокупном портфеле АИЖК снизилась с 8,3% до 7,8%, в то время как покрытие закладных резервами, напротив, выросло с 3,3% до 3,8%. В отчетном квартале агентство впервые с 2009 г. показало более-менее существенные отчисления в резервы на возможные потери (1,2 млрд руб.). В отсутствие «взрывного» роста портфеля закладных (+7,2% по валовому показателю за 1П12), данная динамика вполне может восприниматься как проявление большей консервативности менеджмента.



Торговля в более длинных рублевых бондах АИЖК минимальна, однако на индикативных уровнях премии в 150 б.п. к кривой ОФЗ бумаги представляются привлекательными для инвесторов, которых не беспокоит низкая ликвидность вложений - как и регулярное предложение нового долга со стороны эмитента.

Финансовые результаты АИЖК по МСФО, млрд руб.

	2010	2011	1П12
Отчет о совокупном доходе			
Чистые процентные доходы	12,9	12,9	6,9
Резерв под обесценение закладных	1,6	0,3	(1,2)
Комиссионные расходы	(1,8)	(2,1)	(1,1)
Операционные расходы	(2,2)	(2,9)	(1,6)
Чистая прибыль	7,3	8,0	3,0
Активы			
Денежные средства и эквиваленты	9,5	24,8	13,9
Депозиты в банках	44,2	59,5	51,2
Займы банкам	3,3	15,2	23,3
Ценные бумаги	4,8	7,7	7,9
Нетто закладные	131,9	156,8	167,2
Всего активов	197,5	268,9	268,2
Обязательства и капитал			
Облигации выпущенные	84,1	114,2	109,5
Кредиты банков	2,1	0,9	1,9
Прочие заемные средства	2,8	35,5	35,7
Собственные средства	106,9	114,0	115,7
Ключевые коэффициенты, %			
Рентабельность капитала (ROE)	7,0%	7,2%	5,2%
Рентабельность активов (ROA)	4,1%	3,5%	2,2%
Чистый процентный спред (NIS)	2,3%	1,7%	1,4%
Денежные средства и банковские депозиты/Активы	27,2%	31,3%	24,3%
Капитал/Активы	54,1%	42,4%	43,1%
Резервы/Закладные	4,2%	3,3%	3,8%
Закладные с просрочкой выше 1 дня/Закладные	10,0%	8,3%	7,8%

Источник: АИЖК, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
29.08.12	Аукцион ОФЗ-26208	15,000
	Оферта ВТБ24, 4	8,000
31.08.12	Оферта Россельхозбанк БО-1 и Россельхозбанк БО-5	15,000
03.09.12	Оферта СБ Банк, 3	1,500
05.09.12	Погашение Москва, 54	15,000
	Аукцион новой 10-летней ОФЗ	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	7,782
10.09.12	Оферта РЖД, 13	15,000
12.09.12	Аукцион ОФЗ-26208	20,000
13.09.12	Купонные выплаты по ОФЗ	5,487
17.09.12	Аукцион прямого РЕПО с ЦБ на 3 месяца	
	Уплата страховых взносов в фонды	
19.09.12	Погашение ОФЗ-25069	45,000
	Аукцион ОФЗ-26207	25,000
	Возврат средств 3-месячного РЕПО с ЦБ	15,800
20.09.12	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2012 г.	
24.09.12	Оферта Русфинанс Банк, 8	2,000
25.09.12	Погашение Национальный капитал, 1	3,000
	Оферта ГСС, 1	5,000
	Оферта Русфинанс Банк, 9	2,000
	Оферта Транскапиталбанк, 2	1,800
	Уплата акцизов, НДС	
26.09.12	Оферта Банк Зенит БО-2	5,000
	Оферта РМБ, 3	1,100
	Аукцион ОФЗ-25080	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	6,068
28.09.12	Уплата налога на прибыль	
01.10.12	Оферта Восточный экспресс БО-2	2,000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
август 2012	Газпром: финансовые результаты по МСФО	1К12
29.08.12	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П12
30.08.12	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П12
30.08.12	Nord Gold: финансовые результаты по МСФО	1П12
31.08.12	ТМК: финансовые результаты по МСФО	1П12
03.09.12	Номос-Банк: финансовые результаты по МСФО	2К12
03.09.12	Globaltrans: финансовые результаты по МСФО	1П12
06.09.12	Банк "Санкт-Петербург": финансовые результаты по МСФО	2К12
20.11.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниковис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещиминти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.