

Ежедневный обзор долговых рынков от 3 апреля 2013 г.

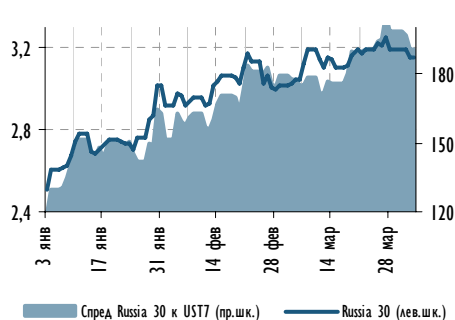


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,282	▼ -0,2%	-3,0%
USD/RUB	31,30	▲ 0,7%	3,2%
Корзина валют/RUB	35,28	▲ 0,6%	1,4%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	849,2	▼ -40,5	-298,2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	106,7	▼ -31,2	-102,0
MOSPRIME o/n	6,17%	▼ -21 б.п.	-30 б.п.
3М-MOSPRIME	7,26%	■ 0 б.п.	-21 б.п.
3М-LIBOR	0,28%	▼ 0 б.п.	-3 б.п.
Долговой рынок			
UST-2	0,24%	■ 0 б.п.	-1 б.п.
UST-10	1,86%	▲ 3 б.п.	16 б.п.
Russia 30	3,15%	▼ -4 б.п.	56 б.п.
Russia 5Y CDS	160 б.п.	▼ -4 б.п.	29 б.п.
EMBI+	293 б.п.	▼ -5 б.п.	38 б.п.
EMBI+ Russia	179 б.п.	▼ -6 б.п.	47 б.п.
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	109,10	▲ 0,4%	-0,5%
Золото, долл./унц.	1575,9	▼ -1,5%	-4,8%
Фондовый рынок			
PTS	1 440	▼ -0,4%	-5,7%
Dow Jones	14 662	▲ 0,6%	13,3%
Nikkei	12 003	▼ -1,1%	15,5%

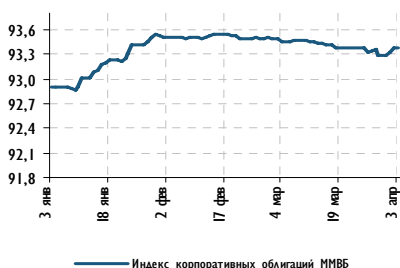
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Снижение напряженности вокруг темы Кипра вкупе с позитивно воспринятой финансовыми рынками статистикой по США обеспечили неплохой рост спроса на риск накануне. S&P 500 завершил день в плюсе на 0,52%, а доходность UST10 на по-прежнему невысоких объемах отступила от 2-месячного минимума – до 1,86% (+3 б.п.).
- ▶ «Тройка» готова ослабить условия bailout для Кипра: по данным WSJ, МВФ и ЕС намерены дать властям дополнительный год для достижения таргета по первичному профициту (4% к 2017 г.).
- ▶ Состояние экономики Европы по-прежнему оставляет желать лучшего: безработица в феврале обновила исторический максимум – 12%. Небольшим утешением для рынков стал пересмотр в сторону улучшения мартовских данных по индексам PMI стран еврозоны.
- ▶ Рынки продолжают оценивать статистику по США как исключительно положительную. Рост промышленных заказов в феврале достиг максимальных за 5 месяцев 3% (лучше прогноза), однако без учета транспорта увеличение составило лишь 0,3%.
- ▶ В FOMC появляются мысли о возможности продления QE3 на 2014 г.: такую возможность не исключил накануне глава ФРБ Атланты Д. Локхарт (не голосует в этом году).
- ▶ Непроизводственный сектор экономики Китая, наравне с промышленным, продолжает наращивать активность: индекс PMI в марте вырос до 55,6 п. с 54,5 п. в феврале. Индекс HSBC PMI также показал положительную динамику в марте.
- ▶ Позитивный тон с западных площадок поддержал **рынок российских еврооблигаций**, однако рост котировок был неравномерный и сосредоточился в основном в суверенном сегменте. RUSSIA 30 (YTM 3,15%) подросла на 0,27 п.п. до 125,23% при сужении спреда к UST10 до 129 б.п. (-7 б.п.). Из корпоративных бумаг заметный рост котировок был отмечен в бумагах Вымпелкома (+0,2-0,3 п.п.).
- ▶ **Рынок рублевого долга** отреагировал небольшим снижением на вчерашнее ослабление курса рубля: котировки 14-летних ОФЗ снизились на 15 б.п. Другие ликвидные выпуски колебались около уровней предыдущего закрытия.

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Аукционы ОФЗ: 10-летний выпуск выглядит интересно

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Итоги заседания Совета директоров ЦБ РФ по ставкам – «подготовка почвы» для дальнейшего смягчения ДКП
- ▶ Денежный рынок: рубль продолжает дешеветь

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Металлоинвест (BB-/Ba3/BB-)**: финансовые результаты за 2012 г. по МСФО. По-прежнему устойчивый кредитный профиль.
- ▶ Агентство Moody's ставит на пересмотр в сторону понижения рейтинг ряда крупнейших российских банков - нейтрально
- ▶ Сильная отчетность **Альфа-Банка (BB+/Ba1/BBB-)** за 2012 год по МСФО – вряд ли катализатор нового витка ценового роста долга банка
- ▶ Отчетность **МКБ (B+/B1/BB-)** за 2012 год по МСФО: фокус на розницу

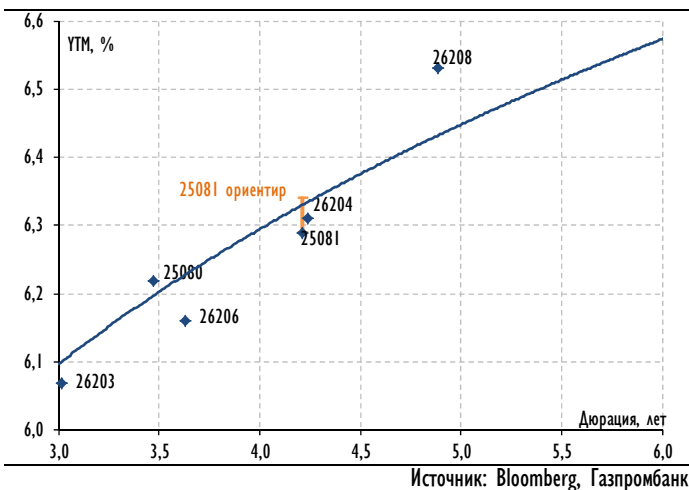
Аукционы ОФЗ: 10-летний выпуск выглядит интересно

На сегодняшнем аукционе Минфин предложит инвесторам 20 млрд руб. 5-летней бумаги 25081 и 10 млрд руб. 10-летнего выпуска 26211. Ориентир доходности по 10-летней бумаге составляет 7,08-7,13%, что предполагает небольшую премию (4 б.п.) к уровням вторичного рынка до объявления диапазона (7,09%), к закрытию доходность почти не изменилась (7,1%). По 5-летнему выпуску Минфин ориентирует на доходность 6,29–6,34% – нижняя граница соответствует уровням вторичного рынка на момент объявления ориентира.

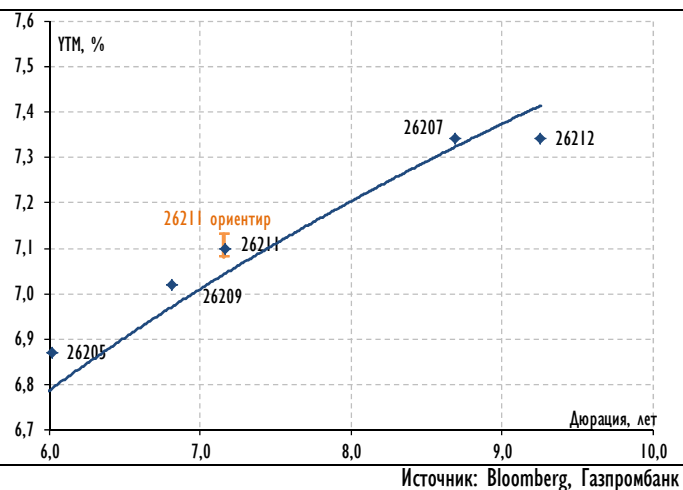
Перспективы спроса на аукционах, на наш взгляд, неоднозначны. С одной стороны, вчерашнее ослабление рубля (см. «Денежный рынок») может оказать сдерживающее влияние на желание покупать бумаги. Вместе с тем опубликованный недавно план размещений на 2К13 выглядит довольно консервативно с точки зрения предложения 5-ти и 10-летних выпусков: предполагается разместить по 60 млрд руб. каждой бумаги, т.е. по 20% от совокупного плана. Для сравнения, предложение 7-летнего выпуска запланировано на уровне 90 млрд руб. Кроме того, нельзя не отметить вчерашние комментарии ЦБ к решению по ставке, которые фактически формируют ожидания будущего смягчения монетарной политики (см. «Макроэкономика»). Учитывая ожидаемое нами снижение инфляции в России во 2-м полугодии 2013, мы видим предпосылки для снижения доходностей ОФЗ – в особенности на дальнем отрезке, где угол наклона кривой существенно вырос с начала года.

С точки зрения ставки на «уплощение» кривой ОФЗ, выпуск 26211 выглядит более привлекательно: текущая премия к 5-летнему 25081 превышает 80 б.п., тогда как спред за близкую разницу в дюрациях для выпусков 26209 (@Июль 2022) и 26204 (@Март 2018) достигал минимума в 20 б.п. в начале декабря 2012.

Ориентир доходности по размещению ОФЗ-25081



Ориентир доходности по размещению ОФЗ-26211

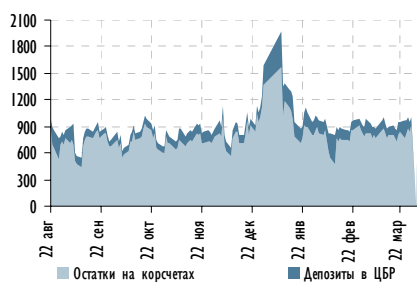


Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



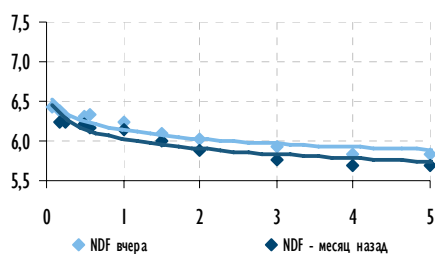
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

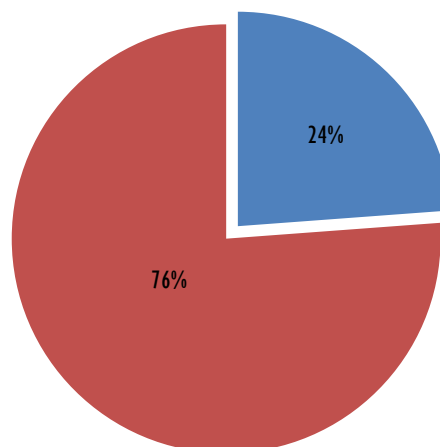
Итоги заседания Совета директоров ЦБ РФ по ставкам – «подготовка почвы» для дальнейшего смягчения ДКП

Вчера состоялось очередное заседание Совета директоров Банка России, по итогам которого было принято решение оставить без изменения ключевые ставки ДКП, что совпало с нашими ожиданиями и консенсус-прогнозом Bloomberg. Одновременно было принято решение понизить на 25 б.п. ставки по отдельным операциям предоставления ликвидности ЦБ РФ, в частности, по кредитам, обеспеченным золотом, нерыночными активами и поручительствами, операциям аукционного РЕПО и ломбардным аукционам со сроком 3, 6 и 12 месяцев.

Данное решение Банка России кажется нам весьма сбалансированным. С одной стороны, оно может восприниматься как хотя бы частичный ответ на регулярно звучащие в последнее время «призывы» российских банков предоставлять более длинное и более дешевое фондирование, наличие которого при прочих равных должно подстегнуть кредитование и рост экономики. С другой стороны, данное решение не должно вызвать усиление инфляционных рисков. Так, по нашим оценкам, на утро 2 апреля 2013 г. из общего долга российских банков перед регулятором в 1,94 трлн руб. лишь около четверти приходилось на кредиты, которые затронуло упомянутое понижение ставок.

Безусловно, заслуживает внимания и тот факт, что риторика регулятора в пресс-релизе по итогам заседания стала более располагающей для дальнейшего смягчения ДКП. В частности, в пресс-релизе обращается внимание на возросшие риски торможения экономики России, а также пропало указание о том, что складывающийся уровень процентных ставок денежного рынка является приемлемым для достижения баланса основных макроэкономических рисков.

Решение ЦБ снизить ставки по более длинному и обеспеченному фондированию – в разрезе текущей структуры долга перед регулятором, по состоянию на утро 2 апреля 2013 г.



■ Кредиты, ставки по которым понижены на 25 б.п., млрд руб. *

■ Кредиты, ставки по которым оставлены без изменения, млрд руб. **

* прежде всего, кредиты, обеспеченные золотом, нерыночными активами и поручительствами, а также аукционное РЕПО на 3 и 12 месяцев

** прежде всего, аукционное РЕПО «овернайт»

Источник: Банк России, Газпромбанк

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

Денежный рынок: рубль продолжает дешеветь

Российский денежный рынок после окончания очередных налоговых выплат переживает относительно спокойный период. Спрос на **аукционное РЕПО с ЦБ РФ «овернайт»** (269,5 млрд руб.) существенно превысил лимит регулятора (130,0 млрд руб.). С другой стороны, на аукционе недельного РЕПО предложение (1,33 трлн руб.) вновь – как и в прошлые недели – превысило спрос (1,0 трлн руб.). Как следствие, средневзвешенные ставки аукционного РЕПО о/п оказались около отметки в 5,7% годовых, что несильно превышает минимальные 5,5%. Стоимость **1-дневного междилерского РЕПО** опустилась вчера на 7 б.п. до 6,07% годовых.

Обратим внимание на то, что на вчерашнем аукционе **14-дневных средств Федерального Казначейства** спрос банков (90,0 млрд руб.) оказался выше предложения (70,0 млрд руб.), вследствие чего весь объем ресурсов был размещен под средневзвешенную ставку 6,01% годовых.

Суммарные **остатки на корсчетах и депозитах** банков на сегодняшнее утро составили 956 млрд руб. (-72 млрд руб. за день), показатель **чистой ликвидной позиции** – минус 1,07 трлн руб. (без изменений).

Вчера, с полноценным возвращением европейских участников мировых финансовых рынков, обозначившееся на прошлой неделе обесценение **рубля** продолжилось – и с новой силой. Вполне вероятно, что данной динамике также поспособствовало решение ЦБ РФ приступить к смягчению ДКП, пусть и через понижение ставок, важность которых в настоящее время не является определяющей для денежного рынка.

Объем торгов на ММВБ по паре USDRUB_TOM составил вчера 5,8 млрд долл., что является одним из максимальных значений с начала года. При этом национальная валюта потеряла сразу 24 коп. против доллара (до 31,33 руб.), 18 коп. против евро (40,12 руб.) и 21 коп. против корзины (до 35,28 руб.). Таким образом, просадка рубля относительно доллара с начала года составляет уже 3,0%.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Металлоинвест
S&P/Moody's/Fitch

BB-/Ba3/BB-

Металлоинвест: финансовые результаты за 2012 г. по МСФО. По-прежнему устойчивый кредитный профиль

Новость: Металлоинвест представил свои финансовые результаты за 2012 г. по МСФО, подтверждающие по-прежнему сильный кредитный профиль, несмотря на волатильность на рынке железной руды в 3К-4К12. Премия METINR16 к CHMFRU16 (BB+/Ba1/BB) с начала 2013 колеблется в пределах 70-80 б.п. в терминах Z-спредов, что в целом соответствует 2 ступеням разницы в рейтингах. При этом мы не исключаем повышения оценки от S&P и Moody's в 2013 году, которые присвоили позитивный прогноз рейтингам Металлоинвеста – в этом случае мы ожидаем сокращения премии к CHMFRU16 до минимумов прошлого года (в районе 50 б.п.).

Комментарий: Результаты компании во 2-м полугодии 2012 отражают негативные тренды на рынках железной руды: спотовые цены на руду в Китае достигли минимумов в сентябре прошлого года. При этом существенная часть восстановления цен пришлось на декабрь, и, вероятно, не успела отразиться в контрактных ценах. Металлоинвест продает 2/3 железорудной продукции по долгосрочным контрактам, привязанным к ценовым индексам, с ежемесячным пересмотром. Оставшаяся часть продается по ценам, пересматриваемым каждый квартал / полугодие.

Несмотря на рост отгрузки железной руды и окатышей на 7% и 5% П/П, выручка и EBITDA за 2П12 снизились на 16% и 42% соответственно, норма прибыли EBITDA сократилась на 11% до 25%. В добывающем сегменте бизнеса норма прибыли EBITDA снизилась с 60% (1П12) до 49% (2П12).

Реагируя на слабый спрос на рынке Китая во 2-ом полугодии, Металлоинвест переориентировал сбытовую политику на внутренних клиентов (крупнейшие – ММК, НЛМК), реализовав более половины объемов ЖРС, окатышей и ГБЖ/ПВЖ в России в 2012 г. (2011 г. – 34%). В марте компания также подписала 3-летний контракт с Северсталью.

По словам менеджмента, результаты Металлоинвеста в 1П13 будут лучше, чем в 2П12 на фоне более благоприятной ценовой конъюнктуры. В целом цены на железную руду в текущем году могут быть близки к текущим уровням (136 долл/т спот в Китае) или несколько выше. При этом, уровни ниже 110-120 долл/т, по мнению руководства, являются не устойчивыми и возможны лишь в краткосрочной перспективе.

Несмотря на снижение прибыли, Металлоинвест по-прежнему генерировал свободный денежный поток в 2П12 (478 млн долл.) и в 2012 г. в целом (1 344 млн долл.), благодаря довольно консервативной инвестиционной программе. Кроме того, во 2П12 поддержку денежному потоку оказало высвобождение средств из оборотного капитала (217 млн долл.).

Капитальные вложения в 2012 г. составили 504 млн долл., в 2013 г. инвестиционная программа запланирована на уровне 500-550 млн долл. с последующим ростом до 700-750 млн долл. в 2014 г. Кроме того, около 150 млн долл. дополнительных расходов в 2013-2014 связано с Удоканским месторождением. По словам менеджмента в ходе телеконференции, шансы того, что проект будет в итоге переведен «за рамки» холдинга «Металлоинвест», повышаются.

В конце 2012 г. Металлоинвест закрыл сделку по выкупу 24% собственных акций за 3 млрд долл. При этом средства на финансирование выкупа фактически привлекались еще в 1П12 (компания приобрела векселя Банка ВТБ на 2,5 млрд долл., которые были погашены во 2П12). В итоге во 2П12 долг компании почти не изменился (рост на 1% до 6 471 млн долл.), а без учета валютной переоценки – даже незначительно снизился. «Долг/EBITDA» на 31/12/12 составил 2,5х, «Чистый долг/EBITDA» – 2,2х. Условия выпуска METINR16 ограничивают возможности по привлечению нового долга при достижении Долг/EBITDA уровня 3,5х, при этом ориентир менеджмента по долговой нагрузке – менее 2х «Долг/EBITDA». В 1К13 компания погасила досрочно 250 млн долл. долга в рамках синдицированного кредита из собственных денежных потоков.

График погашения долга предполагает существенные выплаты в 2013-2014: 1,3 млрд долл. (с учетом рефинансирования с начала года, в том числе за счет выпуска рублевых бондов) и 3,1 млрд долл., соответственно. По словам менеджмента, компания продолжит оптимизацию кредитного портфеля по срочности. Отметим, что сегодня утром агентство Bloomberg со ссылкой на источники в банковских кругах сообщило, что Металлоинвест может уже в апреле разместить новый выпуск еврооблигаций.



Металлоинвест: основные финансовые показатели по МСФО, млн долл

	2010	2011	2012	г/г	1П12	2П12	П/П
Выручка	7 153	9 919	8 194	-17%	4 458	3 737	-16%
ЕБИТДА	2 354	3 724	2 619	-30%	1 654	965	-42%
Рентабельность ЕБИТДА, %	33%	38%	32%	-6 п.п.	37,1%	25,8%	-11 п.п.
Операционный денежный поток	1 563	2 876	1 848	-36%	1 100	748	-32%
Капитальные вложения	-409	-547	-504	-8%	-233	-270	16%
Свободный денежный поток	1 154	2 328	1 344	-42%	866	478	-45%
Активы	8 198	10 465	10 352	-1%	12 126	10 352	-15%
Капитал	2 533	3 337	2 233	-33%	4 282	2 233	-48%
Долг	4 146	5 598	6 471	16%	6 378	6 471	1%
% краткосрочного долга	32%	20%	5%	-15 п.п.	22%	5%	-17 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	152	1 166	468	-60%	270	468	73%
Показатели							
Долг/Капитал, х	1,6	1,7	2,9	-	1,5	2,9	-
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	5,9	11,5	6,2	-	10,5	13,5	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,7	1,2	2,3	-	1,8	2,3	-
Долг/Свободный денежный поток, х	3,6	2,4	4,8	-	2,9	4,8	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92**Агентство Moody's ставит на пересмотр в сторону понижения рейтинг ряда крупнейших российских банков - нейтрально**

Новость. Вчера агентство Moody's сообщило о постановке на пересмотр в сторону понижения кредитных рейтингов ряда крупнейших российских кредитных организаций, в частности, Сбербанк, ВТБ, ВТБ24 и Россельхозбанка. На пересмотр в сторону понижения поставлены также рейтинги субординированного долга Сбербанк, ВТБ, Газпромбанка, Россельхозбанка, Банка Москвы и Альфа-Банка.

В части кредитных рейтингов 4 банков, агентство обосновывает свое решение необходимостью оценить, насколько государство будет способно оказывать им поддержку в случае существенного ухудшения конъюнктуры, а также насколько оно будет заинтересовано в такой поддержке по мере реализации программы приватизации и сокращения доли участия в их капитале.

В части субординированных обязательств 6 банков, решение агентства обосновывается беспокойством Moody's по поводу того, что, в соответствии с мировыми трендами, в негативном сценарии им придется понести часть убытков по спасению банков (в том числе с учетом недавно объявленного перехода на более жесткое регулирование капитала в рамках Базеля III).

Комментарий. Данное решение Moody's воспринимается нами нейтрально. Конфликт между способностью государства оказывать поддержку банкам в условиях неблагоприятной конъюнктуры, когда его собственная кредитоспособность ухудшается, уже достаточно давно занимает умы участников долгового рынка. Также можно понять опасения агентства по поводу того, что субординированным кредиторам придется нести большие, чем прежде, убытки при необходимости докапитализировать банки – в рамках общемировых подходов к регулированию банков.

Вместе с тем, насколько мы понимаем, данное решение не мотивировано конкретным ухудшением ситуации вокруг именно российских институтов и имеет под собой преимущественно методологическую подоплеку. Поэтому мы не считаем, что оно должно оказать негативное влияние на котировки долга затронутых институтов.

Для нас наиболее важным моментом пресс-релиза стало подтверждение рейтинга старшего долга Альфа-Банка (BB+/Ba1/BBB-) на уровне «Ba1/стабильный». С учетом того, что в недавнем декабрьском пресс-



релизе по поводу повышения рейтинга банка по «BB+/стабильный» аналитики S&P писали о том, что «в настоящее время потенциал для дальнейшего повышения рейтингов банка ограничен», по всей видимости, идея получения Альфа-Банком второго рейтинга инвестиционной категории (в дополнение к «BBB-/стабильный» от Fitch) откладывается минимум до второй половины 2013 года.

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

Сильная отчетность Альфа-Банка за 2012 год по МСФО – вряд ли катализатор нового витка ценового роста долга банка

Альфа-Банк
S&P/Moody's/Fitch

BB+/Ba1/BBB-

Новость. Вчера Альфа-Банк представил консолидированные финансовые результаты деятельности за 2П12 и весь 2012 год по международным стандартам. Телеконференция с руководством организации для обсуждения отчетности состоится 4 апреля в 18:00 мск.

Комментарий. Результаты Альфа-Банка оцениваются нами позитивно. В качестве наиболее ярких моментов отчетности обращают на себя внимание:

- ▶ **существенный рост бизнеса.** В корпоративном сегменте валовый кредитный портфель прибавил за год 33% в долларовом выражении и 26% – в рублевом, объем депозитов – 65% и 55% соответственно.

Обратим внимание на то, что степень концентрации деятельности банка на крупнейших клиентах при этом снизилась: по нашим подсчетам, доля валового долга 10 крупнейших заемщиков в корпоративном портфеле опустилась за год с 26,3% до 24,7%, доля 10 крупнейших вкладчиков в средствах корпоративных клиентов – с 51,8% до 44,5%.

Динамика розничного сегмента была не менее впечатляющей: валовый портфель кредитов физическим лицам прибавил 69% в долларовом выражении и 59% в рублях, средства частных клиентов банка – 30% и 23% соответственно.

Насколько мы понимаем из заявлений представителей топ-менеджмента Альфа-Банка, среднесрочная стратегия его развития предполагает существенный акцент на розницу: предполагается, что к 2015 году прибыль от розничного сегмента превысит прибыль корпоративного бизнеса. За 2012 год доналоговая прибыль сегментов равнялась 338 млн долл. и 834 млн долл. соответственно (по итогам 2П12 – 191 млн долл. и 322 млн долл.).

- ▶ **высокое качество активов.** Доля NPL с просрочкой более 1 дня в валовом портфеле банка на конец 2012 года была невелика – 1,6%, против 2,6% годом ранее. Отметим, что за год банк списал невозвратные кредиты в объеме 291 млн долл. (для сравнения, абсолютная величина NPL банка на 31 декабря 2011 года составляла 596 млн долл.).
- ▶ **стабильно высокая рентабельность.** По итогам года Альфа-Банк заработал 829 млн долл. чистой прибыли, что соответствует ROAE в 21,7% (против 19,2% годом ранее). По нашим подсчетам, чистая процентная маржа банка за год просела минимально – на 0,1 п.п. до 4,9% годовых, что, однако, было компенсировано снижением отчислений в резервы и минимальным ростом операционных расходов в годовом сопоставлении.

Добавим, что с учетом объявленных дивидендов в объеме 182 млн долл. капитал банка в прошлом году получил небольшую поддержку со стороны чистой прибыли – показатель совокупной достаточности капитала по Базелю опустился за год на 1,1 п.п. до 15,6%, что, однако, само по себе выглядит комфортным уровнем.

В качестве некоторой «ложки дегтя» обращают на себя внимание изменения в структуре корпоративного портфеля банка. В частности, за



год заметно выросла доля выданных банком кредитов предприятиям торговой сферы (с 17,7% до 25,7%), а также доля кредитов, не имеющих обеспечения или обеспеченных лишь гарантиями связанных с заемщиками сторон, - с 50,9% до 66,0%. Возможно, комментарии относительно данной динамики будут даны руководством банка в ходе телеконференции.

Мы оцениваем высокой вероятностью того, что после публикации неплохой отчетности за 2012 год Альфа-Банк выйдет на рынок внешнего долга с новым размещением евробондов (именно по такой схеме банк действовал в последние годы). Мы также допускаем, что банк попытается разметить гибридные инструменты в капитал 1-го уровня, в частности, учитывая тот факт, что показатель достаточности капитала банка 1-го уровня по Базелю опустился к 31 декабря 2012 года до 10,2% – своих минимальных отметок с конца 2008 года.

Несмотря на тот факт, что отчетность Альфа-Банка в очередной раз продемонстрировала высокую устойчивость кредитного профиля организации, мы не считаем, что она окажет существенную поддержку котировкам публичного долга банка. Мы замечаем, что на сегодняшний день заимствования банка уже предлагают лишь около 50 б.п. премии к долгу ВТБ как на внутреннем, так и на внешнем долговых рынках.

Основные финансовые результаты Альфа-Банка по МСФО, млн долл.

	2009	2010	2011	2012	г/г
Отчет о совокупном доходе					
Чистые процентные доходы	1 075	1 307	1 414	1 678	+19%
Чистые комиссионные доходы	255	317	455	580	+27%
Операционные расходы	(747)	(842)	(977)	(1 039)	+6%
Резервы под кредиты	(589)	(370)	(148)	(95)	-36%
Чистая прибыль	77	553	641	829	+29%
Активы					
Денежные средства и эквиваленты	1 966	3 182	2 707	5 218	+93%
Ценные бумаги	2 880	3 534	2 587	3 061	+18%
Дебиторская задолженность по договорам РЕПО	0	914	568	1 869	+229%
Средства в банках	2 270	2 754	2 242	3 298	+47%
Чистый кредитный портфель	13 449	16 795	21 804	30 564	+40%
Всего активов	21 646	28 478	31 365	45 932	+46%
Обязательства и капитал					
Средства ЦБ	251	0	203	1 408	+593%
Средства других банков	857	2 097	2 181	4 094	+88%
Средства корпоративных клиентов	6 748	8 752	8 902	14 653	+65%
Средства частных клиентов	6 938	8 060	9 352	12 189	+30%
Долговые ценные бумаги	1 565	4 107	4 619	5 949	+29%
Субординированный долг	1 747	1 395	1 335	2 170	+63%
Прочие заимствования	295	190	396	125	-68%
Собственный капитал	2 698	3 079	3 435	4 152	+21%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE)	3,1%	19,2%	19,2%	21,7%	+2,4 п.п.
Рентабельность активов (ROAA)	0,3%	2,3%	2,1%	2,2%	+0,1 п.п.
Чистая процентная маржа (NIM)	5,1%	5,9%	5,1%	4,9%	-0,1 п.п.
Стоимость риска	3,6%	2,3%	0,7%	0,4%	-0,3 п.п.
Расходы/Доходы	51,2%	44,0%	51,8%	47,2%	-4,6 п.п.
Чистый кредитный портфель/Депозиты	98,3%	99,9%	119,4%	113,9%	-5,6 п.п.
Средства 10 крупнейших вкладчиков, % от средств клиентов	30,0%	28,6%	25,3%	24,3%	-1,0 п.п.
NPL (с просрочкой более 1 дня)/Кредиты	21,2%	4,7%	2,6%	1,6%	-0,9 п.п.
NPL (с просрочкой более 1 дня)/Капитал 1-го уровня (Базель)	124,3%	29,2%	17,7%	12,9%	-4,8 п.п.
Резервы/Кредиты	10,1%	7,6%	5,9%	4,0%	-1,9 п.п.
Долг 10 крупнейших заемщиков/Капитал 1-го уровня (Базель)	166,6%	175,6%	159,7%	168,2%	+8,5 п.п.
Чистые активы в связанных сторонах/Капитал 1-го уровня (Базель)	50,6%	66,4%	47,6%	47,3%	-0,3 п.п.
Совокупная достаточность капитала (Базель)	20,2%	18,2%	16,7%	15,6%	-1,1 п.п.
Достаточность капитала 1-го уровня (Базель)	13,1%	12,6%	11,9%	10,2%	-1,7 п.п.
Денежные средства/Активы	9,1%	11,2%	8,6%	11,4%	+2,7 п.п.

Источник: Альфа-Банк, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

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



Отчетность МКБ за 2012 год по МСФО: фокус на розницу

МКБ
S&P/Moody's/Fitch

B+/B1/BB-

Новость. Вчера Московский кредитный банк (МКБ) опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 4К12 и весь 2012 год по МСФО, а также провел телеконференцию с руководством для обсуждения отчетности с инвесторами.

Комментарий. Финансовые результаты МКБ на протяжении последних лет выглядят традиционно сильно. Их отличает сильная динамика основных активных статей баланса (прирост чистого кредитного портфеля на 27% по итогам 2012 года) при хорошем уровне рентабельности (ROAE в 18,2%) и высоком качестве активов (доля NPL в 1,2% на конец 2012 года).

Наиболее ярким моментом отчетности МКБ за 2012 год для нас стала некоторая переориентация деятельности преимущественно корпоративного банка (исторически) на розничный сегмент. Так, доля кредитов физическим лицам в валовом портфеле банка за прошлый год выросла с 18,4% до 24,5%. Согласно базовому прогнозу банка на 2013 год, его розничный портфель должен прибавить 50% против общего прироста портфеля на 25%, вследствие чего вес сегмента достигнет 30%.

Нельзя обойти стороной и меры, предпринимаемые банком для поддержания собственной капитальной базы, к примеру, состоявшуюся в августе прошлого года допэмиссию акций в пользу ЕБРР и IFC (5,8 млрд руб.), а также размещение в декабре 3,0 млрд руб. субординированных рублевых бондов. Как следствие, даже с учетом внушительной динамики активов показатель совокупной достаточности капитала банка по Базелю продемонстрировал рост – за год на 1,4 п.п. до 15,8%.

По нашему мнению, в том случае, если банку удастся сохранить баланс между ростом бизнеса и качеством основных метрик, он закрепится в ряду «double-B» банковских имен из России, что позволит сократить спред к долгу сравнительно более крупных и надежных эмитентов (к примеру, Альфа-Банка). Так, рублевые облигации банка серии БО-5 вчера вечером можно было купить по YTP 9,39% @ июнь 2014 г., или с премией в 135 б.п. к более коротким Альфа-Банк БО-7 (YTM 8,04% @ февраль 2014 г.), а старший долларовый евробонд CRBKMO18 – по YTM 6,65%, или с премией в 170 б.п. к кривой старшего долга Альфа-Банка.

Заметим, что традиционно сдерживающим фактором для инвестиций в долг МКБ выступает обильное предложение нового долга – на удовлетворение потребностей растущего бизнеса.

Основные финансовые показатели МКБ по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	2011	2012	г/г
Отчет о совокупном доходе					
Чистые процентные доходы	3,9	6,1	8,7	12,2	+40%
Чистые комиссионные доходы	1,1	1,7	2,7	3,7	+34%
Операционные расходы	(2,2)	(3,1)	(4,7)	(7,1)	+52%
Резервы под обесценение кредитов	(2,5)	(1,5)	(1,3)	(1,9)	+45%
Чистая прибыль	0,8	3,0	3,9	5,8	+49%
Активы					
Денежные средства и эквиваленты	8,6	23,3	34,4	47,5	+38%
Средства в банках	1,0	0,6	5,3	12,5	+136%
Ценные бумаги	15,7	31,9	24,9	37,1	+49%
Чистый кредитный портфель	58,3	103,9	159,0	201,2	+27%
Всего активов	87,1	165,5	232,4	308,7	+33%
Обязательства и капитал					
Средства ЦБ	6,1	0,0	0,0	0,0	–
Средства других банков	10,4	26,6	23,7	34,6	+46%
Субординированный долг	0,6	7,3	4,1	5,9	+45%
Средства клиентов	45,6	87,5	138,1	183,6	+33%
Долговые ценные бумаги	12,4	28,8	37,0	40,2	+9%
Собственный капитал	11,0	13,8	25,6	39,3	+53%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE)	8,6%	24,5%	19,0%	18,2%	-0,9 п.п.



Рентабельность активов (ROAA)	1,1%	2,5%	2,0%	2,2%	+0,2 п.п.
Чистая процентная маржа (NIM)	6,2%	5,4%	4,8%	5,0%	+0,2 п.п.
Чистый процентный спред (NIS)	5,7%	5,1%	4,0%	4,1%	+0,1 п.п.
Стоимость риска	5,1%	1,8%	0,9%	1,0%	+0,1 п.п.
Расходы/Доходы (C/I)	37,8%	36,5%	42,4%	43,2%	+0,8 п.п.
NPL с просрочкой более 90 дней/Кредиты	3,0%	1,5%	1,1%	1,2%	+0,1 п.п.
Кредиты с просрочкой больше 1 дня/Кредиты	3,8%	2,0%	1,6%	1,7%	+0,1 п.п.
Нетто NPL, % от капитала I-го уровня	12,5%	7,6%	5,0%	4,9%	-0,2 п.п.
Резервы/Кредиты	3,0%	2,6%	2,3%	2,3%	+0,0 п.п.
Чистый кредитный портфель/Депозиты	127,8%	118,7%	115,2%	109,6%	-5,6 п.п.
Достаточность капитала I-го уровня	12,3%	8,8%	12,3%	13,4%	+1,1 п.п.
Совокупная достаточность капитала	14,0%	13,6%	14,4%	15,8%	+1,4 п.п.
Денежные средства и эквиваленты/Активы	9,9%	14,1%	14,8%	15,4%	+0,6 п.п.

Источник: данные МКБ, 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.
04.04.13	Погашение ММК БО-5	8 000
07.04.13	Погашение Банк Зенит БО-1	5 000
08.04.13	Погашение Аэрофлот БО-1 и БО-2	12 000
09.04.13	Погашение Банк Санкт-Петербург БО-1	5 000
	Погашение Газпром нефть БО-5 и БО-6	20 000
11.04.13	Погашение Стройтрансгаз, 3	5 000
15.04.13	Оферта Татфондбанк БО-5	2 000
	Оферта Первобанк БО-2	1 500
	Уплата страховых взносов в фонды	
17.04.13	Купонные выплаты по ОФЗ	1 528
	Оферта Меткомбанк (Урал), 1	2 000
	Погашение ХКФ Банк, 5	4 000
18.04.13	Оферта Мечел, 5	5 000
22.04.13	Оферта КБ Центр-инвест БО-2	1 500
	Оферта ТКС Банк БО-4	1 500
	Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2013 года	
23.04.13	Погашение МТС Банк, 3	3 000
24.04.13	Купонные выплаты по ОФЗ	11 189
	Оферта Номос-Банк БО-2	5 000
	Погашение Мечел БО-3	5 000
	Погашение Первобанк БО-1	1 500
25.04.13	Оферта ГСС БО-2 и БО-3	6 000
	Уплата акцизов, НДС	
26.04.13	Оферта Связь-Банк, 4	5 000
29.04.13	Уплата налога на прибыль	
30.04.13	Оферта ЮТэйр-Финанс БО-6 и БО-7	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
апрель	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2012
апрель	ММК: финансовые результаты по МСФО	2012
03.04.13	Сибур: операционные и финансовые результаты по МСФО	2012
11.04.13	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2012
15.04.13	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	2012
26-30.04.13	О'Кей: финансовые результаты по МСФО	2012
29.04.13-10.05.13	Магнит: неаудированные финансовые результаты по МСФО	1К13
до 1.05.13	Газпром: финансовые результаты по МСФО	2012
май	Роснефть: финансовые результаты по МСФО	1К13
13-17.05.13	НММК: финансовые результаты по US GAAP	1К13
14.05.13	Русал: операционные и финансовые результаты по МСФО	1К13
20.05.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1К13
21.05.13	X5 Retail Group: финансовые результаты по МСФО	1К13
22.05.13	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	1К13
12.08.13	Ростелеком: финансовые результаты по МСФО	2К13
29.08.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П13
29.08.13	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П13
30.08.13-2.09.13	О'Кей: финансовые результаты по МСФО	1П13
4-8.11.13	НММК: финансовые результаты по US GAAP	3К13
14.11.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	3К13
14.11.13	Ростелеком: финансовые результаты по МСФО	3К13

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

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

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

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

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Банкин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

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

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54508

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00 доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

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 Голодкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

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 Миронов

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 Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

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) 989 91 29

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трејдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филлипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2013. «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.