

## Пульс рынка

---

- ▶ **Первый день саммита ЕС – робкие шаги вперед.** Страны ЕС пока не смогли договориться об изменении базового соглашения, которое бы способствовало ужесточению бюджетной дисциплины и, вероятно, созданию наднационального фискального органа, как это было предложено Францией и Германией. Принципиальным оппонентом данного предложения выступила Великобритания. Рынки нервно отреагировали на эти новости, ожидая большего прогресса от политиков, евро подешевел до 1,3333 к доллару, а в ходе торгов доходил до 1,3289, ключевые индексы Европы и США закрылись в минусе (>2%). Прогресс в переговорах наметился уже после закрытия бирж: после ночи переговоров председатель ЕС Х. ван Ромпей заявил, что 23 из 27 стран ЕС, включая 17 стран еврозоны, войдут в новый бюджетный пакт. В качестве срочных мер достигнуто согласие о выделении 200 млрд евро дополнительных ресурсов для МВФ и запуске Европейского механизма стабильности уже с июля 2012 г. Кроме того, пакт будет иметь конституционный характер для его участников, а проекты бюджетов стран должны будут одобряться Еврокомиссией. Таким образом, можно констатировать, что политики наконец-то встали на путь спасения единой валюты. Однако сегодня волатильность на рынках, скорее всего, сохранится в ожидании результатов второго дня саммита.
- ▶ **S&P переживает за Европу,** прогнозируя глубокую рецессию в еврозоне в 2012 г. с вероятностью 40%, в то время как базовым сценарием агентства является сдержанный экономический спад, за которым уже в следующем году последует медленное восстановление. Однако время, отведенное на преодоление серьезного долгового кризиса и возможного развала еврозоны, уходит. На наш взгляд, S&P продолжает подталкивать глав стран-членов еврозоны к более решительным шагам.
- ▶ **ЕЦБ озабочен только ликвидностью банков.** С одной стороны, банк объявил о снижении базовой процентной ставки с 1,25% до 1% и о дополнительных мерах поддержки банковского сектора, обещав предоставление трехлетних кредитов с 21 декабря и смягчение требований к бумагам, предоставляемым в залог по своим инструментам. Однако глава ЕЦБ М. Драги в четверг также дал понять, что банк не намерен наращивать объемы покупки гособлигаций проблемных стран ЕС, что разошлось с ожиданиями рынка, который оценивал вероятность агрессивных интервенций ЕЦБ как высокую. На наш взгляд, ЕЦБ хочет дистанцироваться от проблем конкретных стран еврозоны, по крайней мере, до того момента, пока не будет уверенности, что политики пришли к единому мнению и выработали конкретный механизм спасения евро.
- ▶ **Интервенции меньше благодаря улучшению платежного баланса, международные резервы подросли.** По данным ЦБ, ЗВР за 25 ноября-2 декабря выросли на 3,9 млрд долл. до 514,1 млрд долл. Большинство компонент резервов дорожали. Более половины прироста ЗВР объясняется валютной переоценкой - 1,8 млрд долл., из которой только на эффект от укрепления евро пришлось 1,3 млрд долл. (0,5 млрд долл. - фунт, иена, канадский доллар). Оставшиеся ~1,5 млрд долл. увеличения связаны с ростом стоимости золота на 3%. Негативный вклад внесли только продажи валюты ЦБ, которые, по нашим оценкам, на той неделе могли составить порядка 400 млн долл., что полностью компенсировалось положительным результатом от переоценки ценных бумаг и позиции в СДР ~700 млн долл. Снижение интервенций в ноябре до 1,4 млрд долл. против 5,1 млрд долл. (согласно ЦБ) в рамках наших ожиданий и может быть связано с улучшением состояния платежного баланса. В отличие от октября в ноябре интервенции были исключительно целевыми, их ежедневный объем сократился до ~120 млн долл. со ~140 млн долл., что, с одной стороны, предполагает сохранение прежних границ плавающего коридора 32,7-37,7 руб., а с другой, означает меньшее давление на рублевую ликвидность.

## Темы выпуска

---

- ▶ Северсталь: сезонный спрос помог удержать планку
  - ▶ ВТБ: консолидация Банка Москвы давит на капитал
-

## Северсталь: сезонный спрос помог удержать планку

Результаты  
оцениваем  
нейтрально

Вчера Северсталь (BB/Ba2/BB-), одна из ведущих мировых металлургических и горнодобывающих компаний, опубликовала финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Несмотря на снижение рентабельности по EBITDA в 3 кв. 2011 г. на 1,6 п.п. кв./кв., по этому показателю Северсталь остается одной из лучших компаний в отрасли (рентабельность по EBITDA НЛМК после консолидации европейских прокатных мощностей снизилась до 16,1%, ММК - до 14,4% из-за роста цен на сырье).

На результаты Северстали оказали влияние несколько факторов:

- ▀ разовые: увеличение производственных издержек на Воркутаугле из-за задержки разработки мощного пласта и проведения ремонтных работ, и
- ▀ фундаментальные: снижение цен реализации коксующегося угля и железорудной продукции, а также неблагоприятная ценовая конъюнктура как на американском, так и на российском рынках металлопроката.

Несмотря на замедление роста EBITDA долговая нагрузка компании продолжает снижаться: Чистый долг/EBITDA, по нашим оценкам, сократился до 1,08x на 30 сентября 2011 г.

## Ключевые финансовые показатели Северстали

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	4 772	4 383	+9%	4 772	3 465	+38%
Валовая прибыль	1 462	1 431	+2%	1 462	1 164	+3%
Валовая рентабельность	30,6%	32,7%	-2,1 п.п.	30,6%	33,6%	-3 п.п.
EBITDA	1 130	1 109	+2%	1 130	845	+34%
Рентабельность по EBITDA	23,7%	25,3%	-1,6 п.п.	23,7%	24,4%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	451	632	-29%	451	387	+16%
Чистая рентабельность	9,4%	14,4%	-5 п.п.	9,4%	11,2%	-1,8 п.п.
				9М 2011	9М 2010	изм.
Операционный поток				1 634	827	+2,0x
Инвестиционный поток				-1 359	-1 158	+17%
Финансовый поток				-242	-158	+53%
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				6 207	6 030	+3%
Краткосрочный долг				1 536	1 649	-7%
Долгосрочный долг				4 671	4 381	+7%
Чистый долг				4 213	4 316	-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*				1,08x	1,19x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки кв./кв.  
за счет увеличения  
продаж в  
натуральном  
выражении

Увеличение выручки на 9% относительно предыдущего квартала было обеспечено ростом объемов продаж в натуральном выражении на фоне сезонного роста спроса на прокат со стороны российского строительного сектора, наращивания добычи горнодобывающего сегмента компании и расширения мощностей на заводе Severstal Columbus в США.

В 4 кв. 2011 г. Северсталь ожидает некоторого снижения заказов, однако уже в 1 кв. 2012 г. менеджмент прогнозирует начало восстановления спроса, в частности, за счет азиатского и североамериканского рынков. По прогнозам компании, цены на металлопродукцию в России останутся в 1 кв. 2012 г. на текущем уровне.

**Давление на рентабельность по EBITDA оказал горнодобывающий сегмент...**

Опережающие темпы роста себестоимости в 3 кв. привели к снижению рентабельности по EBITDA на 1,6 п.п. до 23,7% относительно 2 кв. 2011 г. На этот результат в большей степени повлияли показатели добывающего сегмента компании (снижение рентабельности с 47,3% до 43,5%) в связи с коррекцией после пика во 2 кв. 2011 г. цен на угольный концентрат и железорудную продукцию, что было также усугублено ростом производственных издержек на Воркутаугле из-за задержки разработки нового мощного пласта на шахте Воргашорская и сезонного увеличения затрат на ремонты. В 4 кв. компания ожидает восстановления производственной себестоимости на предприятии до обычного уровня.

**... а также североамериканское подразделение**

Также давление на рентабельность оказали результаты североамериканского подразделения (снижение рентабельности по EBITDA с 9,4% до 4,4%) по причине ухудшения ценовой конъюнктуры на локальном рынке на фоне увеличения цен на сырье.

Золотодобывающий сегмент Nordgold, несмотря на сокращение выручки из-за отложенных продаж, смог сохранить стабильный уровень рентабельности по EBITDA (44,3%), в том числе благодаря оптимизации и контролю над издержками.

**Убытки по курсовым разницам снизили чистую прибыль**

В 3 кв. 2011 г. компания получила 451 млн долл. чистой прибыли против 632 млн долл. кварталом ранее преимущественно в результате увеличения на 266 млн долл. убытков от курсовых разниц из-за ослабления рубля.

**Капвложения останутся на уровне 1,5 млрд долл. в год**

За 9М 2011 г. компании удалось почти вдвое увеличить операционный поток до 1,6 млрд долл. относительно аналогичного периода 2010 г., его было достаточно для финансирования инвестиций (1,3 млрд долл.) и выплаты дивидендов (240 млн долл.). Программа капвложений на 2011 г. запланирована на уровне 2 млрд долл., соответственно, в последнем квартале Северстали предстоит инвестировать еще 700 млн долл. (при среднеквартальном значении за прошедшие 9М 2011 г. - 430 млн долл.). В 2012 г., по заявлениям менеджмента компании, капзатраты составят 1,7 млрд долл. (учитывая планируемую деконсолидацию Nordgold в начале следующего года), что соответствует ранее озвученной программе инвестиций (без учета затрат на поддержание производства) на 2011-2015 гг. в 7,5 млрд долл. (~1,5 млрд долл. в год).

**Компания имеет существенный запас денежных средств**

На данный момент компания имеет устойчивую ликвидную позицию, поскольку запас денежных средств (1,9 млрд долл.) превышает размер краткосрочного долга (1,5 млрд долл.), также ей доступны неиспользованные кредитные линии на общую сумму 393 млн долл. В 4 кв. Северстали предстоит погасить всего 288 млн долл., в 2012 г. - 1,3 млрд долл., в 2013 г. - 1,5 млрд долл., т.е. в совокупности почти половину всех своих обязательств.

**Большая часть долга представлена публичными инструментами**

Долг компании на конец 3 кв. 2011 г. составил 6,2 млрд долл., из которых большая часть (63,4%) представлена публичными инструментами. В обращении находятся 4 выпуска евробондов на общую сумму 3,125 млрд долл. и 3 выпуска биржевых облигаций на ~500 млн долл. Также у компании зарегистрировано 2 выпуска БО на 15 млрд руб. Ближайшие погашения по облигациям наступают в 2013 г. (евробонд на 1,25 млрд долл. - июль 2013 г., рублевые облигации на 500 млн долл. - февраль 2013 г.). Остальные выпуски погашаются в основном в 2016-2017 гг.

**В связи с выделением Nordgold, Чистый долг/EBITDA составит 1,1х-1,2х на конец 2012 г.**

Чистый долг/EBITDA за 3 кв. 2011 г. снизился с 1,19х до 1,08х, что ниже целевого значения компании (1,5х). В связи с планируемой деконсолидацией Nordgold в начале 2012 г., согласно заявлениям компании, долг снизится на 200-250 млн долл. Учитывая, что доля этого сегмента в EBITDA составляет 10-15%, показатель Чистый долг/EBITDA, по оценкам Северстали, составит 1,1х-1,2х на конец 2012 г. Стоит также отметить, что в отчетности сделка пройдет как уменьшение капитала Северстали на сумму чистых активов NordGold (исходя из отчетности NordGold на 30 июня 2011 г. ~ 1,5 млрд долл.). Капитал самой Северстали, без учета доли меньшинства, на 30 сентября 2011 г. составлял ~7,9 млрд долл.

Рублевые облигации Северсталь БО-2,4 (УТМ 7,80% @февраль 2013) предлагают премию к сопоставимому по дюрации выпуску НЛМК БО-6 в размере 20 б.п. Учитывая более позитивные результаты Северстали в 3 кв. 2011 г., мы полагаем, что, исходя из кредитных метрик, эта премия должна нивелироваться в ближайшее время.

## ВТБ: консолидация Банка Москвы давит на капитал

### ВТБ начал консолидировать Банк Москвы

Банк ВТБ (ВВВ/Ваа1/ВВВ), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г., в которой, наконец, нашла отражение консолидация Банка Москвы. Напомним, что ВТБ получил контроль над банком 30 сентября 2011 г., доведя свою долю до 80,57%. В связи с тем, что это произошло в последний день отчетного периода, консолидация существенно повлияла лишь на балансовые показатели, тогда как в отчете о прибылях и убытках результаты деятельности Банка Москвы пока учтены только как доля в чистой прибыли (6 млрд руб.), пропорционально участию в капитале.

### Ключевые финансовые показатели ВТБ

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2011 г.	30 июня 2011 г.	изменение
Активы, в т.ч.	6 337	4 720	+34%
Кредиты и авансы клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	4 429	3 277	+35%
розничные	763	609	+25%
корпоративные	3 666	2 668	+37%
Кредиты и авансы клиентам, нетто	4 139	2 997	+38%
NPL/Кредитный портфель	5,9%	7,7%	-1,8 п.п.
Собственные средства	625	598	+4%
Коэффициент достаточности капитала	13,2%	14,1%	-0,9 п.п.
ROE	16,2%*	18,1%	-1,9 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2011 г.	2 кв. 2011 г.	изменение
Чистые процентные доходы	54,0	49,1	+10%
Чистый убыток по операциям с финансовыми инструментами	-10,5	-0,2	+52x
Операционные доходы	49,8	69,1	-28%
Чистая прибыль	19,0	27,5	-31%
Чистая процентная маржа	4,9%*	4,9%	-

\*без учета консолидации Банка Москвы

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

### Хороший рост кредитного портфеля

Мы отмечаем, что в 3 кв. 2011 г. ВТБ продемонстрировал очень высокий темп роста кредитного портфеля: без учета Банка Москвы органический рост превысил 15% ко 2 кв. 2011 г. (для сравнения, прирост портфеля Сбербанка за этот период - 9%). Консолидированный кредитный портфель Банка Москвы составил 653 млрд руб. (почти 90% - корпоративные кредиты). За квартал доля розничного сегмента в кредитах снизилась на 1 п.п. до 18%. Корпоративные кредиты довольно хорошо диверсифицированы. Наибольшую долю сохраняет финансовый сектор, однако за квартал она сократилась с 15% до 13%, при росте доли кредитов строительной отрасли с 10% до 12%.

В ходе телеконференции менеджмент озвучил новые приоритеты в кредитовании: в частности, в корпоративном сегменте увеличивается доля финансирования проектов, осуществляемых под прямые государственные гарантии и, в целом, госпредприятий. В 2012 г. банк ожидает, что розница будет расти опережающими темпами (+20% в сравнении с 13% по корпоративным кредитам).

### NPL снижается

Консолидация Банка Москвы, а также высокие темпы роста новых кредитов позволили ВТБ сократить NPL за квартал с 7,7% до 5,9%. Напомним, что, по данным отчетности Банка Москвы на 30 июня 2011 г., NPL (90 дней +) по его портфелю составлял 5,5%. Покрытие неработающих кредитов резервами остается на достаточном уровне (111%).

### Чистая процентная маржа без изменений

Чистая процентная маржа осталась на уровне 4,9%, при этом менеджмент отмечает давление на маржинальность корпоративного бизнеса, даже без учета Банка Москвы (стоимость корпоративных депозитов выросла с 2,8% до 3,1%, тогда как доходность по корпоративным кредитам сократилась с 8,8% до 8,6%). Частично это может объясняться растущими потребностями в длинном фондировании в условиях, когда рынок публичного долга был практически закрыт.

**Госфондирование  
растет**

Мы отмечаем значительный рост госфондирования: за квартал (без учета кредита АСВ Банку Москвы, отраженного в отчетности в сумме 143 млрд руб.) оно увеличилось с 389 млрд руб. до 992 млрд руб., из них, по данным менеджмента, депозиты Минфина составили 600 млрд руб. На данный момент задолженность по депозитам Минфина составляет 400 млрд руб. и до конца года снизится до 300 млрд руб.

**Большие убытки по  
валюте и ценным  
бумагам**

В 3 кв. 2011 г. ВТБ продолжил наращивать портфель ценных бумаг: за квартал он увеличился на 27% до 703 млрд руб. Основной прирост был отмечен в акциях (+35% до 132 млрд руб.), деривативах (в 2 раза до 102 млрд руб.) и ОФЗ (+51% до 89 млрд руб.). Вложения в российские корпоративные облигации сократились на 12%.

Несмотря на то, что, по данным менеджмента, доля собственной позиции в портфеле ценных бумаг ограничена, и большая его часть связана с клиентскими операциями, результат по этим операциям фиксируется в отчете о прибылях и убытках банка. Из-за негативной конъюнктуры на финансовых рынках, за 3 кв. 2011 г. ВТБ получил убыток по финансовым инструментам в сумме 10,5 млрд руб. и по валютным операциям в сумме 15,4 млрд руб. Риски изменения справедливой стоимости финансовых активов банка захеджированы, однако сейчас эффективность этого хеджирования оценить сложно.

**Достаточность  
капитала продолжает  
снижаться**

Еще одним негативным моментом стало снижение достаточности капитала (коэффициент достаточности капитала 1-го уровня сократился до 9,2%, общей достаточности капитала - до 13,2%). Основными причинами стали 1) рост активов, взвешенных по уровню риска (RWA), за счет органического роста, консолидации Банка Москвы, а также 2) признание гудвила при его консолидации (81 млрд руб.), что оказало давление на капитал.

Менеджмент рассчитывает, что по итогам 2011 г. показатель достаточности капитала 1-го уровня повысится до 10%, в основном, за счет снижения активов, взвешенных по уровню риска, за счет естественной амортизации текущего кредитного портфеля, смещения фокуса на кредитование предприятий либо под прямые госгарантии по различным проектам, либо находящихся в собственности государства, что снижает коэффициент риска по нормативам ЦБ.

Объем выпущенных ценных бумаг Группы ВТБ, являющихся одним из ключевых источников оптового фондирования банка, за 3 кв. 2011 г. увеличился на 115 млрд руб. до 671 млрд руб., преимущественно за счет консолидации долговых инструментов Банка Москвы (~89 млрд руб.). После отчетной даты банки группы погасили облигации на сумму 22,8 млрд руб., в ноябре 2011 г. ВТБ разместил евробонды в объеме 300 млн швейцарских франков (в рублевом эквиваленте - 10 млрд руб.) с погашением в 2015 г. В 4 кв. 2011 г. - 1П 2012 г. общий объем погашений не превышает 650 млн долл. (20,2 млрд руб.).

**VTB20 может быть  
интересен**

На рынке еврооблигаций мы отмечаем выпуск VTB20 (YTM 7,50%), который предлагает премию ~90 б.п. к близкому по дюрациям VEB20 (YTM 6,60%).

## 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
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.