

## Пульс рынка

---

- **Аукцион на CDS по греческому долгу без сюрпризов.** На нем был определен объем потерь инвесторов при реализации CDS на греческий госдолг: 14 банков-продавцов CDS согласились выплатить 78,5% от номинала облигаций, или порядка 2,5 млрд долл. при начальной ставке в 78,75%. Данная новость не удивила рынки: сводный индекс Stoxx Europe 600 опустился на 0,1% за день. Для сравнения, в 2008 г. сумма выплат по CDS на облигации Lehman Brothers составила 5,2 млрд долл.
- **ФРС даст оценку восстановлению экономики США.** По другую сторону Атлантики внимание инвесторов на этой неделе приковано к выступлениям представителей ФРС. В частности, сегодня глава ФРС Бен Бернанке прочтет лекцию в университете им. Дж. Вашингтона, а в среду выступит в Конгрессе США, где представит доклад о последствиях европейского долгового кризиса. Доллар упал к евро до 1,3232, минимума за неделю, на опасениях, что глава ФРС вновь назовет восстановление экономики страны "ужасающе медленным".
- **Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.** Среднесрочный тренд цен на сырье остается позитивным, в связи с чем мы повысили прогноз среднегодовой цены на нефть в 2012 г. на 5 долл. до 114 долл./барр. Учитывая также активизацию притока иностранных инвестиций, мы улучшили наш прогноз по оттоку капитала в 2012 г. с 65 млрд долл. до 30 млрд долл. при одновременном повышении прогноза по профициту текущего счета с 40 млрд долл. до 55 млрд долл. Таким образом, наш обновленный прогноз по оттоку капитала сопоставим с оценками МЭР (20-30 млрд долл.) и находится между пессимистичным прогнозом Минфина (отток - 40 млрд долл.) и оптимистичным сценарием ЦБ (отток - 10,5 млрд долл.). Улучшение оценок платежного баланса предполагает менее интенсивное, чем мы предполагали ранее, но все же ослабление рубля до конца 2012 г. (до 4,5% к текущему уровню). В ближайшие месяцы наиболее вероятным нам видится стабилизация курса рубля или умеренная негативная коррекция в пределах 1,5%.
- **Спрос на короткое РЕПО с ЦБ и давление на ставки денежного рынка останутся повышенным.** При запасе средств на корсчетах и депозитах в ЦБ (893 млрд руб.) чистая ликвидная позиция остается отрицательной (-92 млрд руб.), что свидетельствует о сохранении потребности в дополнительных средствах. Нетто-изъятие ликвидности в связи с завершением уплаты НДС сегодня (~160 млрд руб.) при встречных поступлениях от интервенций и бюджета мы оцениваем в ~100 млрд руб. Мы полагаем, что отток средств продолжится до среды, на которую приходится погашение 54,8 млрд руб. 3-мес. РЕПО с ЦБ и 102 млрд руб. недельного РЕПО, а также возврат 67,4 млрд руб. депозитов Минфину, лишь 10 млрд руб. из которых могут быть пролонгированы сегодня (под мин. 6,3% на 56 дней). Ухудшение ситуации с ликвидностью продолжит поддерживать ставки денежного рынка на повышенном уровне и сохранит высокий спрос на короткое РЕПО с ЦБ. В частности, помимо о/п РЕПО (лимит 220 млрд руб.) сегодня могут быть востребованы недельные аукционы (лимит 450 млрд руб.) под предстоящие погашения.
- **Распадская (-/В1/В+) готова к погашению евробондов.** По сообщению Loan Radar, компания подписала со Сбербанком двухлетний кредитный договор на сумму 300 млн долл. Предполагается, что, помимо прочего, эти средства могут быть использованы для создания подушки ликвидности в преддверии погашения евробондов на аналогичную сумму в мае этого года. Ранее в СМИ также сообщалось, что компания планирует новый евробонд на аналогичную сумму.
- **ВымпелКом (ВВ/Ва3/-) предложил еще.** Очевидно, что спрос инвесторов на бумаги эмитента намного превысил предложенные ранее 25 млрд руб. Вчера на 3 часа была открыта книга заявок по еще одному выпуску ВымпелКом,02 номиналом 10 млрд руб. Ставка купона (8,85% годовых, УТР 9,05% к оферте через 3 года) была установлена на том же уровне, что и по выпускам ВымпелКом, 01,04, книга заявок по которым была закрыта в пятницу. В результате общий объем размещения составил 35 млрд руб.

## Темы выпуска

---

- **Промсвязьбанк: прибыльность возросла, потребность в капитале актуальна**
  - **Русал: почти двукратное снижение EBITDA из-за падения цен**
-

## Промсвязьбанк: прибыльность возросла, потребность в капитале актуальна

### Нейтральные результаты 2011 г.

Промсвязьбанк, ПСБ (-/Ba2/BB-), занимающий 11-е место в России по размеру активов, опубликовал данные об итогах деятельности за 4 кв. 2011 г. и 2011 г. по МСФО, которые произвели на нас нейтральное впечатление. Среди позитивных моментов мы отмечаем, что улучшение прибыльности и увеличение общей достаточности капитала в 4 кв. 2011 г.

Тем не менее, обеспеченность капиталом по-прежнему остается ключевой проблемой для банка. Показатель Н1 по состоянию на 1 марта 2012 г. составил 10,88%. В этом году не ожидается притока акционерного капитала со стороны основных владельцев, братьев Ананьевых, которым на паритетной основе принадлежит 73,9% акций. Напомним, что до июля им еще предстоит выкупить 14,4% акций Промсвязьбанка у Commerzbank, который в январе этого года объявил о решении выйти из капитала банка. В планах банка проведение IPO во 2П 2012-1П 2013 гг. Мы также не исключаем, что эмитент может предложить субординированные бонды, которые могли бы увеличить достаточность капитала.

### Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

в млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы	562,6	523,6	+7%	562,6	475,1	+18%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	425,4	404,8	+5%	425,4	348,6	+22%
розничные	37,2	36,7	+1%	37,2	32,5	+14%
корпоративные	349,9	331,5	+6%	349,9	289,4	+21%
МСБ	38,3	36,6	+5%	38,3	26,7	+43%
NPL/Кредитный портфель	5,7%	7,4%	-1,7 п.п.	5,7%	9,2%	-3,5 п.п.
Собственный капитал	54,1	46,8	+16%	54,1	44,8	+21%
Кoeffициент общей достаточности капитала	13,9%	13,3%	+0,6 п.п.	13,9%	14,4%	-0,5 п.п.
ROE	11,2%	6,2%	+5 п.п.	11,2%	5,8%	+5,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	56,7	н/д	-	56,7	32,1	+77%
Депозиты и счета клиентов	338,6	305,0	+11%	338,6	297,0	+14%

в млрд руб., если не указано иное	2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов	23,6	20,6	+15%
Чистый комиссионный доход	7,1	6,0	+18%
Операционные доходы	33,5	28,2	+19%
Расходы/доходы	50,6%	52,6%	-2 п.п.
Чистая прибыль	5,2	2,5	+2,1x
Чистая процентная маржа	5,1%	4,7%	+0,4 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

### В 4 кв. прирост кредитования замедлился

В 4 кв. 2011 г. кредитный портфель до вычета резервов увеличился на ~5% (+20 млрд руб.) до 425 млрд руб., что заметно уступает темпам прироста портфеля в предыдущем квартале (+12% на 44 млрд руб.).

В годовом выражении портфель вырос на 22%, при этом опережающие темпы продемонстрировали сегменты МСБ (+43% до 38,3 млрд руб.) и потребительское кредитование (+35% до 25 млрд руб.). В рамках долгосрочной стратегии развития до 2015 г. планируется увеличение долей розничного кредитования и МСБ до 50% (с текущих ~18%), что позволит, по мнению менеджмента, увеличить прибыльность банка.

### Качество продолжило улучшаться, чему способствовали списания

Качество кредитного портфеля улучшилось как в сравнении с началом года, так и в сравнении с 3 кв. Показатель NPL 90+ в отношении к портфелю демонстрировал нисходящую динамику на протяжении всего года (-3,5 п.п.), сократившись до 5,7%, что было обусловлено в том числе продажей/списанием кредитов (их объем вырос на 51% до 17,8 млрд руб.). Отношение NPL в сумме со списанными/проданными кредитами к кредитному портфелю уменьшилось на 2,6 п.п.

<b>Убыток по ценным бумагам, понесенный в 3 кв., был отыгран</b>	до 10%. Наихудшее качество в портфеле имеют потребительские кредиты, NPL по которым хоть и сократился на 25 п.п. г./г., но остается все еще на высоком по сравнению с показателями ведущих розничных банков уровне в 13%. Кредитный риск портфеля сглаживается формируемыми резервами, которые на 120% покрывают NPL.
<b>Увеличилась доля оптовых источников финансирования</b>	В сравнении с 3 кв. существенных изменений в портфеле ценных бумаг не произошло. Из 42,4 млрд руб. 96% приходится на долговые ценные бумаги, при этом 29% формируется за счет госбумаг РФ. С начала 2011 г. объем ценных бумаг на балансе сократился на 13%, заметно были снижены операции прямого РЕПО. Убыток по ценным бумагам, полученный в результате падения рынка в конце 3 кв. в объеме 910 млн руб., был почти полностью отыгран в 4 кв. вследствие восстановления конъюнктуры. Объем средств, размещаемых банком на рынке РЕПО, вырос на 7,5 млрд руб. (до 24 млрд руб.).
<b>Улучшение операционных показателей в розничном сегменте</b>	Доля средств клиентов, основного источника ликвидности, почти не изменилась (67% от обязательств банка). При этом наибольшее увеличение произошло в 4 кв. (+11% до 338,6 млрд руб.) за счет притока депозитов физлиц. В течение года банк выходил на рынок долговых ценных бумаг (размещены бонд PSB14 номиналом 500 млн долл., рублевые БО-3 номиналом 5 млрд руб.), что привело к увеличению доли ценных бумаг в обязательствах с 7,4% до 11%. Мы отмечаем позитивные изменения, произошедшие в показателях прибыльности: чистая процентная маржа во 2П 2011 г. выросла на 1,7 п.п. до 5,9%, что, скорее всего, стало следствием улучшения операционных показателей розничного сегмента и в корпоративном кредитовании. В частности, если в 2010 г. чистый убыток в рознице составил 4,1 млрд руб., то в прошлом году он сократился до 3,1 млрд руб. В 2012 г. банк планирует выйти на безубыточный уровень по рознице.
<b>Низкая достаточность капитала сдерживает кредитование</b>	Заработанная чистая прибыль (5,2 млрд руб.), а также вливания в капитал в конце прошлого года в объеме 4 млрд руб. и привлечение субординированного кредита от ЕБРР в размере 3,5 млрд руб. поддержали общую достаточность капитала по Базелю на уровне 13,9% (-0,44 п.п. г./г.). Мы считаем, что достичь прироста кредитного портфеля в 15% только за счет собственной прибыли, без дополнительных взносов в капитал, будет проблематично.
<b>Есть потребность в ликвидности</b>	Ликвидность банка в сравнении с предыдущим годом несколько ухудшилась: чистая ликвидная позиция на горизонте 1-12 месяцев еще сильнее ушла в отрицательную зону, несмотря на прирост денежных средств в размере 10,6 млрд руб. В 2012 г. ПСБ предстоит погасить синдицированные кредиты (350 млн долл. @ октябрь), субординированный бонд PSB 12 (200 млн долл. @ май) и рублевые облигации ПСБ-5 (4,5 млрд руб. @ май). После отчетной даты в феврале было размещено два годовых выпуска БО-2 и БО-4 номиналом 10 млрд руб. Принимая во внимание текущую ликвидную позицию, а также потребность в капитале, мы ожидаем от банка предложения новых бумаг для рефинансирования погашаемых. Недавно были озвучены планы по размещению во 2 кв. 2012 г. евробондов в объеме 500 млн долл. Кроме того, у банка зарегистрировано несколько выпусков рублевых облигаций на общую сумму 26 млрд руб.
<b>Бумаги эмитента оценены справедливо</b>	На вторичном рынке рублевых облигаций мы не видим торговых идей в выпусках эмитента, которые выглядят справедливо оцененными, в частности, недавно размещенные БО-2,4 предлагают YTP8,85% @ февраль 2013. Лучшие возможности для покупки облигаций банков с близкими кредитными рейтингами предлагает первичный рынок (например, сейчас в маркетинге находятся выпуски Абсолют банка и БРС). Из обращающихся бумаг нам нравятся 2-летние бумаги ОТП БО-1,2, имеющие двузначную доходность.

## Русал: почти двукратное снижение EBITDA из-за падения цен

**Слабые результаты за 4 кв. и 2011 г. связаны с падением цен на алюминий**

Русал (-/-/-), крупнейший в мире производитель алюминия, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и 2011 г. В связи с существенным падением рыночных цен на алюминий (на LME с 2500-2600 долл./т в 1П 2011 г. до 2400 долл./т в 3 кв. и до 2095 долл./т в 4 кв. 2011 г.) выручка за 4 кв. снизилась на 11% кв./кв. до 2,8 млрд долл., при этом рентабельность по EBITDA "просела" на 8,7 п.п. до 13,6%. Чистый долг незначительно увеличился в абсолютном выражении (на 130 млн долл. с начала квартала до 11 млрд долл.), а в отношении к LTM EBITDA более заметно - с 3,85x до 4,40x ввиду почти двукратного снижения EBITDA в последнем квартале. Высокая долговая нагрузка компании вновь выходит на первый план.

### Ключевые финансовые показатели Русала

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	2 806	3 162	-11%	12 291	10 979	+12%
Валовая прибыль	579	880	-34%	3 505	3 484	+1%
Валовая рентабельность	20,6%	27,8%	-7,2 п.п.	28,5%	31,7%	-3,2 п.п.
EBITDA	382	705	-1,8x	2 512	2 597	-3%
Рентабельность по EBITDA	13,6%	22,3%	-8,7 п.п.	20,4%	23,6%	-3,2 п.п.
Чистая прибыль	-974	432	-	237	2 867	-12,1x
Чистая рентабельность	отриц.	13,7%	-	1,9%	26,1%	-24,2 п.п.
Операционный поток	512	347	+48%	1 781	1 738	+2%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-195	114	-	- 299	- 442	-32%
капитальные затраты	-200	-174	+15%	- 608	- 361	+68%
Финансовый поток	-216	-251	-14%	-1 346	-1 024	+31%

  

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Краткосрочный долг	629	1 607	-2,5x
Долгосрочный долг	11 066	9 852	+12%
Совокупный долг	11 695	11 459	+2%
Чистый долг	11 049	10 919	+1%
Чистый долг/LTM EBITDA*	4,40x	3,85x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка повторяет динамику котировок алюминия на LME**

Фундаментальной причиной падения рыночных цен на алюминий стало снижение потребления во 2П 2011 г., преимущественно, в связи с обострением кризиса в еврозоне и замедлением китайской экономики. При падении цен кв./кв. физические объемы производства увеличились на 1,7% кв./кв. и в среднем на 4,7% относительно 1П 2011 г.

### Цена на алюминий на LME, долл./т



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

В целом по году выручка увеличилась на 12%, несмотря на снижение объемов реализации в 2011 г. на 1,7% г./г. до 4,017 млн т. Позитивная динамика выручки была, главным образом, обеспечена сложившимся в 1П 2011 г. высоким уровнем цен на алюминиевую продукцию: 2500-2600 долл./т против 2173 долл./т в 2010 г. Отметим, что за 2011 г. премия продукции Русала к котировкам алюминия на LME достигла рекордного уровня 160 долл./т, или +48% г./г.

По прогнозам компании, рынок алюминия в 2012 г. будет сбалансирован за счет сокращения мирового объема предложения на 2-3% в связи с объявленными и ожидаемыми полными и временными остановками мощностей. Пока за первые 2,5 месяца 2012 г. прослеживается тенденция роста котировок алюминия: в среднем на 4% до 2184 долл./т.

**Операционные расходы под контролем**

Рентабельность по EBITDA Русала в 2011 г. снизилась на 3,2 п.п. до 20,4%. Давление на прибыльность оказал опережающий рост себестоимости (+17%) в связи с общим ростом транспортных тарифов и цен на сырье, а также цен на электроэнергию вследствие либерализации этого рынка. Однако в 4 кв. себестоимость стабилизировалась на уровне 3 кв. преимущественно за счет продолжающегося в течение 2П 2011 г. снижения средневзвешенных цен на электроэнергию (-10%). Тем не менее, из-за падения рыночных цен на алюминий EBITDA в 4 кв. сократилась почти вдвое, а рентабельность снизилась на 8,7 п.п. до 13,6%.

Существенное снижение чистой прибыли с 2,867 млрд долл. до 237 млн долл. в 2011 г., главным образом, связано с признанием убытка в 1,431 млрд долл. в результате переоценки доли в НорНикеле.

**Капзатраты были полностью профинансированы из операционного потока**

В основном по причине высвобождения денежных средств из оборотного капитала денежный поток от операционной деятельности за 2011 г. оказался на 2% выше, чем в прошлом году, и составил 1,78 млрд долл. Операционный поток полностью покрыл расходы на приобретение основных средств (608 млн долл.). Дополнительным источником финансирования стали дивиденды, полученные от связанных компаний (преимущественно, НорНикеля), которые составили 279 млн долл. С учетом того, что в 2012 г. основным инвестиционным проектом для компании остается алюминиевый завод Тайшет (остаток финансирования - 1,12 млрд долл., запуск первой фазы намечен на 2013 г.), финансирование капзатрат может быть осуществлено из операционных потоков компании.

**Долговая нагрузка повысилась до 4,4х в 4 кв. за счет сокращения прибыли**

В течение последнего квартала Русал рефинансировал краткосрочную задолженность, сократив ее более, чем вдвое до 629 млн долл. Совокупный долг остался на уровне 11,7 млрд долл. В 2011 г. компания снизила среднюю процентную ставку по заимствованиям с 5,7% до 4,7%, среди прочего, рефинансировав долговые обязательства в объеме 1 млрд долл. выпуском рублевых облигаций Русал Братск-7,8.

**После отчетной даты компания продолжила улучшать структуру долга...**

После отчетной даты Русал продолжил улучшать структуру долга. Напомним, что в сентябре 2011 г. компания привлекла синдицированный кредит в размере 4,75 млрд долл. для рефинансирования International Override Agreement. По данному синдицированному кредиту процентная ставка транша А определяется как LIBOR 3М плюс маржа (от 1,75% до 2,85% год.) в зависимости от значения Чистый долг/EBITDA. Для оптимизации процентных ставок в январе 2012 г. компания осуществила предоплату по Траншу А на 500 млн долл., используя кредит Сбербанка. Тогда же Русал смог договориться с кредиторами по изменению ковенант: превышение допустимого уровня долговой нагрузки не будет толковаться как нарушение обязательств, взамен может применяться режим повышенной маржи (например, при соотношении Чистый долг/EBITDA от 4,0х до 4,5х к компании применяется дополнительная маржа в 0,55% год., свыше 5,0х - 1,4% год.). Данный режим (на 12 мес.) может быть использован компанией, начиная с любого квартала 2012 г.

**...а также договорилась по ковенантам**

**Облигации Русала не в полной мере учитывают риски**

Обращающиеся рублевые облигации Русал Братск-7, 8 неликвидны. Текущие котировки бумаг (УТР11,2-11,5% при дюреции 1,8 и 2,6 лет), на наш взгляд, предполагают слишком низкую компенсацию за высокую долговую нагрузку и отсутствие бумаг в списке РЕПО.

## 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	статочности капита
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.