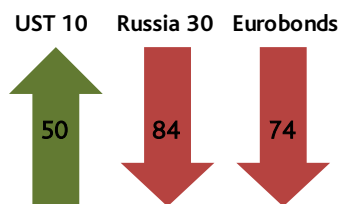


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

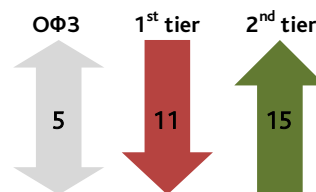
- ⌚ **ЕЦБ** снова снизил ставку на 25 бп, ввел новые меры поддержки ликвидности; расширения программы выкупа не будет, перспективы кредитования **МВФ** туманны; рынки разочарованы – ожидания были явно завышенными
- ⌚ 23 страны **ЕС** согласились подписать «бюджетный пакт»; вводятся квазиавтоматические санкции и правило сбалансированности бюджета; механизм **ESM** объемом до EUR500 млрд. заработает к июлю следующего года; страны ЕС выделят **МВФ** допресурсы на EUR200 млрд.
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** котировки ушли вниз, на этот раз на комментариях **ЕЦБ**; сохраняется крайне высокая активность; выпуск **Russia 30** подешевел еще на 80 бп
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** решения саммита **ЕС** не впечатлили рынки; **Brent** торгуется стабильно после обвала накануне; ждем существенного снижения котировок на открытии торгов
- ⌚ **Европейское управление банковского надзора:** необходимый объем докапитализации банков – EUR115 млрд. против ранее предполагавшихся EUR106 млрд.; необходимость в докапитализации банков ФРГ выросла более чем вдвое до – EUR13 млрд.



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- ⌚ **Рублевый рынок:** внешний фон оказал давление на котировки; активность стабильна
- ⌚ Вчера состоялись оферты по бумагам **ЛСР, ЧТПЗ, РСХБ, Райффайзенбанка**; инвесторы предпочитают предъявлять бумаги с повышенными рисками к досрочному погашению при наличии возможности
- ⌚ Напряжение на денежном рынке сохраняется: лимиты ЦБ по 1-дневным РЕПО не изменились (RUB110 млрд.), ставки рынка **МБК** растут на 10 бп, рынка междилерского **РЕПО** на 8 бп; переспрос на депозитном аукционе **ВЭБа** превысил 2.8x

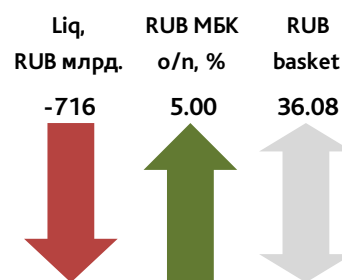


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- ⌚ **Группа ВТБ** опубликовала отчетность за 9М 2011 по МСФО: банк ускорил темпы роста бизнеса за счет органического роста и консолидации показателей **Банка Москвы**, что привело к давлению на уровень достаточности капитала при снижении показателей рентабельности; нейтрально смотрим на еврооблигации
- ⌚ **Северсталь** опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка стабильна, а ликвидная позиция очень комфортна; к еврооблигациям и рублевым бондам относимся нейтрально
- ⌚ **Башнефть** опубликовала неплохие результаты за 9М 2011: добыча увеличилась на 7%, чистый долг стабилен; облигации компании могут быть интересны
- ⌚ **Совкомфлот** опубликовал слабую отчетность за 9М 2011; операционные показатели падают, долговая нагрузка растет; еврооблигации неинтересны
- ⌚ Отчетность **Ростелекома** по МСФО за 9М 2011: операционные показатели растут медленно, долговая нагрузка комфортна; доходность единственного ликвидного выпуска не выглядит привлекательной
- ⌚ **Промсвязьбанк** раскрыл частичные финансовые результаты за 9М 2011: активный рост кредитного портфеля банка привел к давлению на капитал, несмотря на увеличение показателей рентабельности; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- ⌚ **Объем ЗВР** за неделю увеличился на USD3.9 млрд.; валютные интервенции в ноябре составили USD1.4 млрд.; наш прогноз по ЗВР на конец года – USD500–505 млрд.

Макроцифра

USD514.1 млрд. – ЗВР на
2 декабря 2011

Последние обзоры

- 5 декабря ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании
- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден
- 28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта

Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:30	Саммит ЕС в Брюсселе
17:30	Внешнеторговый баланс США за октябрь
18:55	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за декабрь
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25-2.75 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	308	+10
UST10	▼	1.99	-0.06
Russia 30–UST 10	▲	257	+19
EUR/USD	▼	1.3345	-0.5%
Oil (Brent)	▼	107.9	-1.4%
VIX	▲	30.59	+1.92

ЕЦБ снова снизил ставку на 25 бп, ввел новые меры поддержки ликвидности; расширения программы выкупа не будет, перспективы кредитования МВФ туманны; рынки разочарованы – ожидания были явно завышенными

Пришедший на смену Ж.-К.Трише в начале ноября новый глава ЕЦБ, итальянец М. Драги, продолжил накануне проводить курс на разворот монетарной политики в еврозоне по крайней мере в части ставок. Так, регулятор понижил ключевую ставку по операциям МРО на 25 бп, вернув ее тем самым на исторически минимальный уровень в 1%. Как отмечается в пресс-релизе ЕЦБ, инфляционные риски в еврозоне пока остаются повышенными, однако темпы роста потребительских цен должны замедлиться в 2012 г. Причем одним из основных факторов, который будет способствовать снижению инфляции в ЕЦБ видят снижающуюся деловую активность и, как следствие, прогнозируемую в еврозоне возможную рецессию в следующем году.

Помимо снижения ставки, ЕЦБ предпринял ряд мер по недопущению сжатия ликвидности в банковском секторе. Так, регулятор проведет в ближайшие месяцы два аукциона по предоставлению банкам неограниченной ликвидности в евро на срок 3 года. Напомним, ранее максимальный срок подобных нестандартных мер ЕЦБ составлял 1 год. Еще одним важным шагом стало решение регулятора ослабить требования к бумагам, предъявляемым банками в качестве залога при кредитовании в ЕЦБ.

Мы не ожидали снижения ставки со стороны регулятора, учитывая все еще крайне высокую инфляцию в еврозоне. Кроме того, в нашем понимании, столь стремительная смена политики сразу после прихода нового главы регулятора может подорвать доверие к регулятору со стороны северных стран Европы и, прежде всего, Германии. Отчасти наши опасения подтверждаются тем фактом, что решение о снижении ставки было принято не единогласно, а дискуссии вокруг данного вопроса сам М. Драги назвал «оживленными».

На этом позитивные новости для рынка у регулятора закончились: ЕЦБ накануне пересмотрел прогнозы на 2012 г. в сторону ухудшения, отверг идею расширения программы выкупа госбумаг, прохладно отнесся к предложению прокредитовать МВФ и призвал соблюдать дух, а не только буквы базового договора ЕС.

Так, регулятор ждет темпов роста ВВП еврозоны в 2012 г. на уровне -0.4%/+1.0%, в то время как в сентября прогноз был 0.4–2.2%. Отметим, однако, что М. Драги ранее уже указывал на возможность рецессии в валютном союзе в следующем году, поэтому полной неожиданностью для рынка пересмотр прогноза не стал.

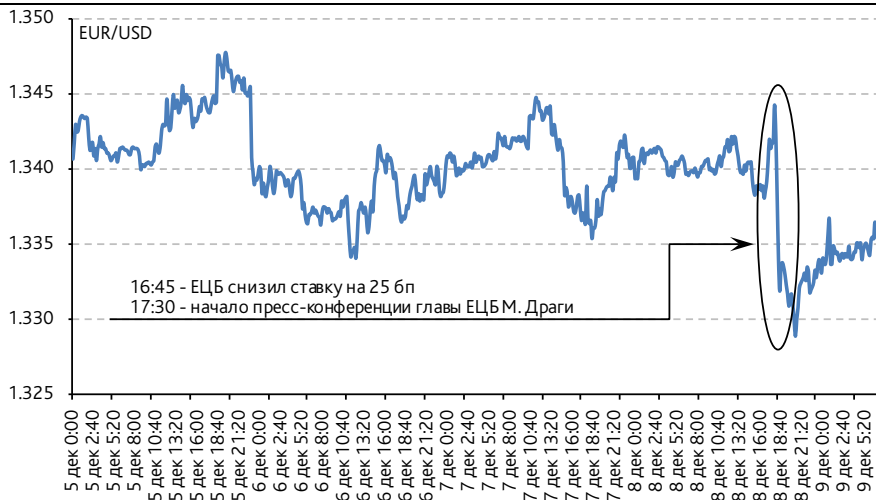
Куда более важное влияние на настроения инвесторов оказали комментарии главы регулятора по долговому кризису. Как мы и предполагали, интерпретация рынков речи М. Драги в Европарламенте была опровергнута, причем прямым текстом и самим главой ЕЦБ. Напомним, в ходе своего выступления недельной давности М. Драги якобы намекнул на возможность расширения программы выкупа «периферийных» госбумаг в случае, если еврозона достигнет соглашения по «фискальному союзу» (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 2.12.2011 г.).

Не стал регулятор обнадеживать рынки и в части возможного кредитования МВФ со стороны национальных ЦБ. В преддверии заседания ЕЦБ Reuters сообщило о вероятном достижении в еврозоне договоренности о предоставлении МВФ EUR150 млрд. для дальнейшего их использования на помощь «периферийным» странам, очевидно предполагающую и выкуп с рынка госбумаг. По словам М. Драги, именно этот элемент вызывает у него обеспокоенность, так как фактически он нарушает дух базовых соглашений ЕС, запрещающих центробанкам валютного союза монетизацию госдолга.

В нашем понимании, общий посыл предпринятых накануне ЕЦБ решений сводится к следующему: «мы займемся банками, а вы, правительства, займитесь госдолгом». Подобный подход был воспринят рынками крайне негативно, учитывая возлагавшиеся на ЕЦБ надежда (повторимся, с нашей точки зрения, вовсе неоправданные).

Диаграмма 1 дает иллюстрацию реакции валютного рынка на решения ЕЦБ: пара EUR/USD, поднимаясь на решении регулятора о снижении ставки, затем ушла в пике на фоне комментариев М. Драги. В итоге накануне евро подешевел к доллару до отметки 1.3345 с 1.3412 на конец среды.

ДИАГРАММА 1. ВАЛЮТНАЯ ПАРА EUR/USD, 10-МИНУТНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источники: Reuters, НБ «Траст»

23 страны ЕС согласились подписать «бюджетный пакт»; вводятся квазиавтоматические санкции и правило сбалансированности бюджета; механизм ESM объемом до EUR500 млрд. заработает к июлю следующего года; страны ЕС выделяют МВФ допресурсы на EUR200 млрд.

Как стало известно в пятницу утром, 23 страны ЕС согласились подписать межправительственное соглашение, предусматривающее усиление бюджетной дисциплины. Великобритания и Венгрия отказались от участия в «бюджетном пакте», Чехия и Швеция хотят проконсультироваться с парламентами.

Новый договор будет предусматривать введение квазиавтоматических санкций для стран, нарушающих установленные параметры бюджета, а также введение поправки к конституции (или аналогичного по силе юридического инструмента) каждой из стран, устанавливающей правило сбалансированного бюджета. Как ожидается, «бюджетный пакт» будет подготовлен к марту 2012 г., а форма межправительственного соглашения позволит принять документ быстрее, нежели поправки к Лиссабонскому договору.

Европейские лидеры также договорились ввести в действие Европейский стабилизационный механизм (ESM, European Stability Mechanism) на год раньше – к июлю 2012 г. Объем фонда составит до EUR500 млрд., а осуществлять свою деятельность он будет, используя инфраструктуру ЕЦБ.

Важным итогом саммита стало также решение стран ЕС предоставить МВФ дополнительные ресурсы объемом до EUR200 млрд., из которых EUR150 млрд. предоставят страны еврозоны. Оговоримся, однако, что исходя из вчерашних комментариев М. Драги, данные средства, скорее всего, не будут использоваться для выкупа госбумаг «периферии», а пойдут на структурное реформирование проблемных экономик и поддержку бюджетов.

Итоги торгов по еврооблигациям: котировки ушли вниз, на этот раз на комментариях ЕЦБ; сохраняется крайне высокая активность; выпуск Russia 30 подешевел еще на 80 бп

Российские еврооблигации накануне продолжили снижаться в цене на фоне разочаровавших инвесторов комментариев ЕЦБ. Активность на рынке при этом оставалась крайне высокой, за исключением банковского сектора.

Длинные евробонды Газпрома потеряли 0.9–1.1 п.п., котировки на среднем участке кривой эмитента снизились на 30–80 бп. Бумаги ТНК-ВР потеряли порядка 70–80 бп, а Лукойла – 30–40 бп. Во втором эшелоне неожиданно слабая активность была в евробондах Вымпелкома, причем колебания котировок здесь не превысили 20 бп. В банковском секторе основной удар был нанесен по евробондам ВЭБа, которые по итогам дня снизились в цене на 0.6–1.1 п.п. Бумаги ВТБ подешевели на 1–1.5 п.п.

Суверенные евробонды РФ в четверг вновь дешевели. Индикативный выпуск Russia 30 потерял 84 бп и опустился до 116.57% от номинала. Спред Russia 30–UST10 расширился почти на 20 бп до 257 бп. Активность в украинских и белорусских суверенных выпусках была низкой. Евробонды Украины подешевели на 30–50 бп, а Беларуси – показали небольшую разнонаправленную динамику.

Открытие торгов по еврооблигациям: решения саммита ЕС не впечатлили рынки; Brent торгуется стабильно после обвала накануне; ждем существенного снижения котировок на открытии торгов

Комментарии главы ЕЦБ и решения саммита ЕС не впечатлили рынки. Азиатские биржи находятся в красной зоне (**Nikkei 225** падает на 1.4%), фьючерс на **S&P 500** теряет около 0.1%. Пара EUR/USD торгуется у отметки 1.3325, снижаясь после поступающих из Брюсселя сообщений. Баррель Brent колеблется у отметки USD107.5, практически на уровне закрытия основных торгов в России в четверг. Однако стоимость бочки Brent на данный момент все же ниже почти на USD3 по сравнению с максимальными уровнями четверга. Мы полагаем, что российские еврооблигации начнут сегодняшние торги существенным снижением котировок.

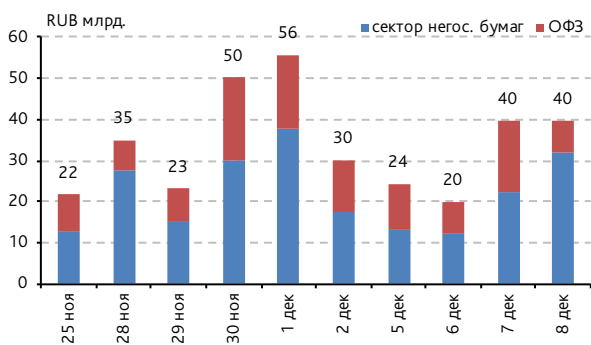
Помимо главного события дня – саммита ЕС в Брюсселе – умеренное влияние на рынки ближе к концу торгов может оказать публикация данных по внешнеторговому балансу США за октябрь и индексу потребительских настроений от Мичиганского университета за декабрь.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	19.2%
от 1 до 1.5 лет	7.8%
от 1.5 до 2 лет	43.5%
от 2 до 3 лет	5.1%
от 3 до 5 лет	20.2%
> 5 лет	4.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 6.99%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▼ 7.74%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 8.26%	7.0
Банки	▲ 8.28%	1.5
Корп 1 эшелон	◄ 7.71%	2.0
Корп 2 эшелон	▼ 8.81%	2.0

Рублевый рынок: внешний фон оказал давление на котировки; активность стабильна

Негатив с внешних рынков в четверг пришел и на рынок рублевого долга: по большинству активно торговавшихся выпусков мы отметили снижение котировок. Торговый оборот в целом по рынку составил RUB40 млрд., не изменившись по сравнению с уровнем среды.

Среди госбумаг максимальные обороты прошли по выпуску **ОФЗ 26206**, котировки которого по итогам дня снизились на 40 бп. Давление было также оказано на выпуск **ОФЗ 25076**, подешевевший на 30 бп. В сегменте негосударственных бумаг наиболее активными были выпуски **РСХБ-5**, **Райффайзенбанк-4** и **ЧТПЗ БО-1**. Отметим, что столь высока активность в данных бумагах объяснялась проходившими накануне офертами.

Вчера состоялись оферты по бумагам ЛСР, ЧТПЗ, РСХБ, Райффайзенбанка; инвесторы предпочитают предъявлять бумаги с повышенными рисками к досрочному погашению при наличии возможности

Вчера по рублевым бумагам нескольких крупных эмитентов (ЛСР (внеочередная), ЧТПЗ, Райффайзенбанк и РСХБ) проходили оферты. ЛСР, как и планировала, выкупила ровно треть обращающегося выпуска **ЛСР БО-1**, объем в обращении которого сократился теперь до RUB1 млрд. В ходе сбора заявок цена выкупа была установлена на уровне 100.75% от номинала, т.е. по верхней границе ценового диапазона, на который ориентировала облигационеров компания. Мы приветствуем подобное отношение компании к своим кредиторам, и можем рекомендовать бумаги **ЛСР-2** (YTM 11.5%) как интересную бумагу до погашения, обладающую высокой ликвидностью.

ЧТПЗ сообщила, что выкупила по оферте около 75% выпуска **ЧТПЗ БО-1**. Напомним, что мы ранее рекомендовали инвесторам воспользоваться именно ближайшей офертой и не оставлять эту бумагу в своем портфеле еще на полгода. Очевидно, что ликвидность в этих облигациях до ближайшей оферты будет крайне невысокая, а доходность, которую они предлагают (12.5% годовых), не будет соответствовать кредитным рискам компании.

РСХБ, по данным Интерфакса, выкупил вчера по оферте RUB5 млрд. бумаг 5-й серии (половина размещенного объема) и тут же разместил на рынке по цене 100% от номинала. Параметры соответствуют недавно размещенному выпуску **РСХБ-15**, который вчера торговался с YTP 8.8-8.9% на 2-летнем диапазоне. Судя по динамике вчерашних торгов, RUB5 млрд. бумаг было предъявлено к оферте со стороны одного крупного держателя. При этом спрос на данный объем превысил предложение, по словам РСХБ, в 1.5 раза.

Райффайзенбанк приобрел у инвесторов RUB5.5 млрд. в рамках оферты по 4-му выпуску бондов из выпущенных RUB10 млрд. Как мы писали ранее, предъявление существенного объема бумаг вполне ожидаемо, учитывая отсутствие премии ко вторичному рынку при установлении следующего купона на уровне 8.75% на 2 года.

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

13 дек	Депозитный аукцион Минфина (максимальный объем RUB150 млрд.)
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов
15 дек	Уплата страховых взносов за ноябрь (RUB230 млрд.)
20 дек	Уплата 1/3 НДС за ЗК11 RUB240-245 млрд.
21 дек	Возврат Минфину RUB141 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	5.00	6.00	4.75/5.25
2-й круг	5.25/5.75	5.25	6.00	5.00/5.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	5.50-5.75	4.75-5.25

Напряжение на денежном рынке сохраняется: лимиты ЦБ по 1-дневным РЕПО не изменились (RUB110 млрд.), ставки рынка МБК растут на 10 бп, рынка междилерского РЕПО на 8 бп; переспрос на депозитном аукционе ВЭБа превысил 2.8x

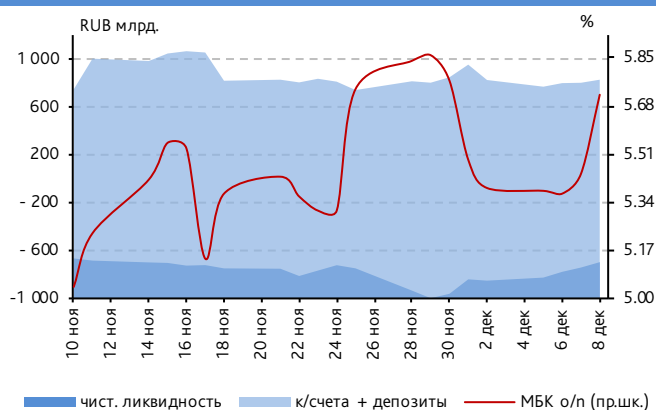
На начало сегодняшнего дня совокупные остатки на корсчетах и депозитах опустились до отметки в RUB800.6 млрд. (меньше показателя 8 декабря на RUB28.7 млрд.). Снижение определялось сокращением средств на корсчетах, в то время как депозиты приросли на RUB34.8 млрд. Чистая ликвидная позиция уменьшилась до -RUB716 млрд. (на RUB17.8 млрд. по отношению к предыдущему дню).

Лимит предоставляемых средств по операциям 1-дневного РЕПО с Банком России остался на прежнем уровне (RUB110 млрд.). Как и следовало ожидать, спрос превысил предложение более чем в 2 раза. Примечательно, что средневзвешенная ставка между двумя сессиями серьезно возросла – с 5.62% до 6.4%. На рынке сложилось мнение, что регулятор компенсирует относительную «мягкость» денежно-кредитной политики снижением объема ликвидности. Вчера зампред ЦБ Сергей Швецов заявил, что на самом деле принципы установления лимитов не изменились, денежные власти просто мотивируют банки более полно использовать возможности рынка межбанковского кредитования.

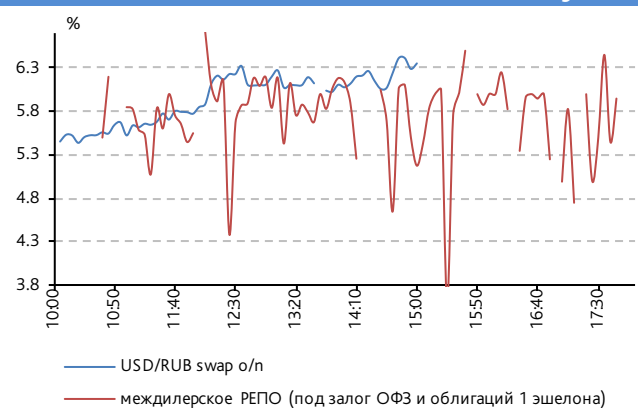
Следует отметить, что рынок МБК отреагировал на сокращение лимитов ЦБ повышением ставок. Внутри дня банки первого круга привлекали кредиты по цене 5.5-5.75% (на 10 бп выше уровней среды). На конец дня ставки несколько опустились до 4.75-5.25%. Размах вариации между максимальным и минимальным значениями ставок для банков первого круга не превышал 100 бп, для банков второго круга – 75 бп. Реакция рынка междилерского РЕПО была симметричной: привлечение 1-дневных кредитов под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона осуществлялось по ставкам 5.48-5.85%, что на 8 бп выше аналогичных значений предыдущего дня.

Вчера также состоялся депозитный аукцион Внешэкономбанка по размещению RUB15 млрд. пенсионных накоплений. Коэффициент переспроса составил 2.8x, что выразилось в фиксации средневзвешенной процентной ставки на уровне 9.38%. Срок размещения денежных средств составляет 215 дней. Всего по итогам аукциона было заключено 11 сделок.

Ликвидность




Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



В целом ситуация с ликвидностью остается напряженной. Сообщение о проведении 13 декабря депозитного аукциона Минфина общим объемом RUB150 млрд. вряд ли поспособствует разрядке. Впереди (14–15 декабря) возврат бюджетных средств (RUB227 млрд.), средств с депозитов Фонду ЖКХ (RUB5 млрд.), а также уплата страховых взносов за ноябрь (RUB230 млрд.). Если политика ЦБ в отношении лимитов по 1-дневным РЕПО останется неизменной, следует ждать роста ставок рынка МБК и междилерского РЕПО.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

 Кредитные комментарии

Группа ВТБ опубликовала отчетность за 9М 2011 по МСФО: банк ускорил темпы роста бизнеса за счет органического роста и консолидации показателей Банка Москвы, что привело к давлению на уровень достаточности капитала при снижении показателей рентабельности; нейтрально смотрим на еврооблигации

КОММЕНТАРИЙ

ВТБ вчера опубликовал отчетность за 9М 2011 г. по МСФО, впервые консолидировав финансовые показатели Банка Москвы, а менеджмент ВТБ провел телеконференцию с участниками рынка. Наиболее негативным моментом является снижение уровня достаточности капитала в результате активного роста масштабов бизнеса (TCAR снизился на 0.9 п.п. до 13.2%). В остальном динамика показателей выглядит стабильно: группа показала высокие темпы роста кредитного портфеля в 3К 2011 г. (+16% после отчислений в резервы, без учета Банка Москвы) при незначительном снижении рентабельности капитала, устойчивости чистой процентной маржи и улучшении операционной эффективности. Ожидаемое снижение прибыли в 3К 2011 г. на треть относительно прошлого квартала было обусловлено негативной конъюнктурой на финансовых рынках (убытки от операций с ценными бумагами и валютой составили RUB19.7 млрд. в совокупности).

Выделим наиболее интересные моменты отчетности, а также озвученные менеджментом банка прогнозы в ходе телефонной конференции:

- **Консолидация показателей Банка Москвы.** Включение отчетности столичного банка обусловило прирост кредитного портфеля группы на 19% до RUB4.1 трлн. в нетто-выражении. Любопытно, что инвестиции в ОФЗ в размере RUB285 млрд. со стороны Банка Москвы были включены в структуру кредитного портфеля, что позволило ему в 3К 2011 г. нарастить ссудный портфель после отчислений в резервы более чем на треть до RUB653.3 млрд.
- **Ожидания по чистой прибыли.** Банк сохраняет прогноз по чистой прибыли на 2011 г. в размере RUB100 млрд. и планирует получить сопоставимый финансовый результат в 2012 г. Ожидается, что Банк Москвы заработает около RUB3 млрд. чистой прибыли в 4К 2011 г, а вклад Транскредитбанка в чистую прибыль группы составит около RUB 9 млрд. в 2011 г.
- **Таргетируемый уровень достаточности капитала.** Показатель Tier 1 сократился за квартал на 2.8 п.п. до 9.2% в результате активного роста масштабов бизнеса. При этом менеджмент банка ожидает, что данный показатель повысится до 10% по итогам 4К 2011 г. По заявлениям представителей банка, данный уровень является комфортным и банк планирует поддерживать данное значение в 2012 г.
- **Умеренные темпы роста рискованных активов.** Для роста показателя достаточности капитала банк планирует сократить объем взвешенных по риску активов в 4К 2011 г. на 1.4% за счет управления уровнем риска кредитного портфеля, отдавая предпочтение более надежным клиентам. В 2012 г. банк ожидает нарастить ссудный портфель на 20%, в т.ч. корпоративный кредитный портфель на 13%, хотя не исключает, что темпы прироста могут быть меньше (8–10% при пессимистическом сценарии).

На наш взгляд, меньшие темпы прироста более реализуемы, учитывая отстающие показатели рентабельности банка и приоритет в пользу поддержания комфортного уровня достаточности капитала. Вдобавок, ограниченная ситуация с ликвидностью, по словам представителей банка, также способствует меньшим темпам роста бизнеса.

- **Планы по заимствованиям.** В 2012 г. банк планирует рефинансировать долг по внутренним и внешним облигациям в размере USD2.5 млрд., не планируя наращивать зависимость от рынков публичного долга. Заметим, что показатель «Кредиты/Депозиты» сократился до 117% по итогам 9М 2011 г. (126% в 2010 г.).
- **Сокращение депозитов Минфина в пассивах.** По итогам 9М 2011 г. в пассивах группы находилось около RUB600 млрд. привлеченных средств от Минфина. К настоящему моменту данный объем сокращен до RUB400 млрд., а к концу года банк ожидает снижения до RUB300 млрд.

ВТБ	Ваа1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB трлн.	4.4
NPLs (+90 дней)	5.9%
NIM	4.8%

Впрочем, мы не исключаем, что средства Минфина будут отчасти замещены привлеченными средствами у ЦБ. Так, к 01.11.2011 г., по данным РСБУ, объем средств ЦБ в пассивах банков группы ВТБ составил около RUB66 млрд. (RUB13.4 млрд. по итогам 9М 2011 г.)

На данный момент наиболее ликвидные еврооблигации ВТБ торгуются с премией в 110–150 бп. к бумагам Сбербанка, что, на наш взгляд, является адекватным уровнем. Евробонды Банка Москвы предлагают дополнительные 20–30 бп, не предполагая потенциала для существенного роста котировок. Наиболее ликвидные рублевые выпуски банковских активов группы ВТБ также выглядят неинтересно.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ВТБ

МСФО, RUB млрд.	2010	1К 11	1П 11	9М 11	9М 11*
Чистые процентные доходы	171	46	95	149	149
Чистые комиссионные доходы	25	8	18	27	27
Операционные доходы до резервов	221	73	153	210	210
Операционные расходы	-95	-33	-67	-91	-91
Отчисления в резервы	-52	-8	-17	-25	-25
Чистая прибыль	55	26	54	73	73
Денежные средства	276	248	228	319	258
Ценные бумаги	452	465	636	818	769
Кредитный портфель, gross	3,060	3,064	3,277	4,429	н.д.
Резервы	-274	-274	-280	-290	н.д.
Кредитный портфель, нетто	2,785	2,790	2,997	4,139	3,486
Средства кредитных организаций	397	396	437	609	562
Средства клиентов, в т.ч.	2,213	2,373	2,635	3,551	3,038
частных клиентов	748	781	862	1,079	936
Долговые ценные бумаги размещенные	593	588	556	671	595
Субординированный долг	206	206	206	242	206
Прочие заемные средства	186	160	125	410	137
Собственный капитал	578	601	575	625	541
Активы	4,291	4,448	4,720	6,337	5,414
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	10.4%**	17.7%	18.6%	16.1%	17.3%
Доходность активов (ROAA)	1.5%**	2.4%	2.4%	1.8%	2.0%
Расходы/Доходы	43.0%**	45.2%	44.0%	43.3%	43.3%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.0%**	4.8%	4.8%	4.3%	4.9%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	8.6%	8.2%	7.7%	5.9%	н.д.
Резервы/Кредиты	9.0%	8.9%	8.6%	6.5%	н.д.
Стоимость риска	1.9%**	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	12.4%	13.2%	12.0%	9.2%	н.д.
Достаточность капитала (TCAR)	16.8%	15.5%	14.1%	13.2%	н.д.

* без учета балансовых показателей Банка Москвы

** при расчете не учитывались балансовые показатели Транскредитбанка

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Северсталь опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка стабильна, а ликвидная позиция очень комфортна; к еврооблигациям и рублевым бондам относимся нейтрально

Вчера была опубликована отчетность по МСФО за 9М 2011 г. одного из лидеров российской черной металлургии, Северстали.

КОММЕНТАРИЙ

Волатильность на международных рынках пока не успела негативно сказаться на операционных показателях Северстали: консолидированная выручка компании увеличилась за квартал на 9% и достигла USD12.9 млрд. по итогам 9М текущего года. Традиционно в ЗК опережающий рост демонстрируют продажи продукции, ориентированной на строительный сектор. Кроме того, компания в июне успешно ввела в строй новую линию на американском заводе Dearborn, что позволило существенно увеличить (на 30%) объем продаж американского подразделения бизнеса. Рентабельность по EBITDA Северстали в ЗК несколько снизилась и составила около

Северсталь	Ba2/BB/BB-
МСФО, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	12.9
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	1.5

24% (25% по итогам 9М 2011 г.) – снижение цен на прокат на американском рынке, а также снижение цен на железную руду оказали давление на этот показатель. Тем не менее рентабельность по EBITDA Северстали в 3К оказалась самой высокой среди российских металлургических компаний «первой лиги».

Положительную динамику демонстрирует и чистый операционный денежный поток компании, который в годовом выражении практически удвоился до USD1.6 млрд. Северсталь планомерно осуществляет свою инвестиционную программу в текущем году, и, по всей видимости, выполнит намеченный план инвестирования на 2011 г. в объеме около USD2 млрд. Очевидно, что Северсталь профинансирует весь объем капитальных затрат текущего года из собственных денежных средств, что продолжит оказывать положительное влияние на ее долговую нагрузку. Свободный денежный поток, который Северсталь сгенерировала по итогам 9М в объеме около USD300 млн. практически полностью был направлен на выплату дивидендов.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СЕВЕРСТАЛИ

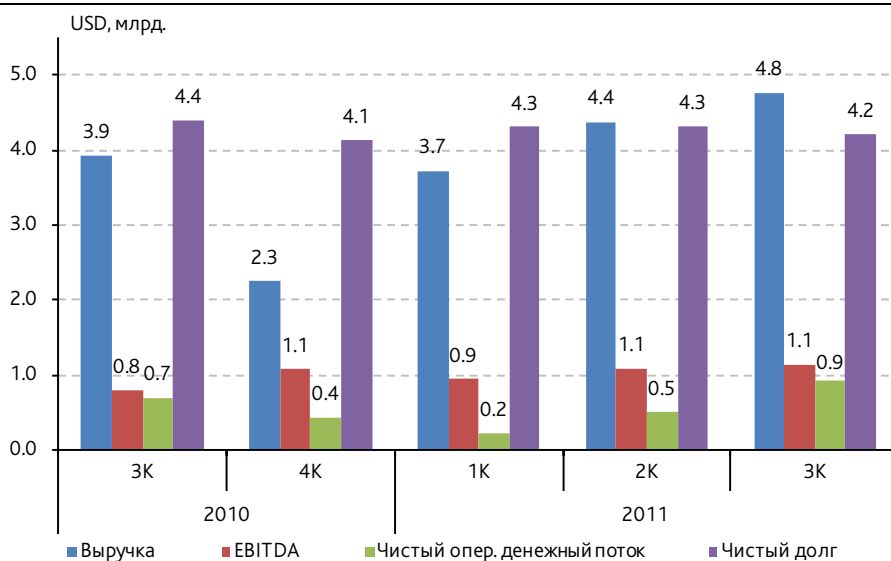
МСФО, USD млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	11.3	13.6	12.9	9%	14%
EBITDA	2.3	3.4	3.2	5%	38%
Чистая прибыль	-0.2	-0.5	1.7	-29%	
Чистый операц. денежный поток	0.8	1.3	1.6	86%	98%
Капвложения и M&A	1.7	2.4	1.3	371%	-22%
Свободный денежный поток	0.0	0.1	0.3	387%	>500%
Совокупный долг, в т.ч.	6.5	6.1	6.2	3%	-4%
краткосрочный долг	1.4	1.4	1.5	-7%	6%
Денежные средства и эквиваленты	2.1	2.0	2.0	16%	-3%
Активы	20	19	17	-4%	-11%
Показатели					
EBITDA margin	20%	25%	25%		
EBITDA/проценты	6.0	5.9	8.5		
Долг/EBITDA*	1.9	1.8	1.5		
Чистый долг/EBITDA*	1.3	1.2	1.0		
Долг/Собственный капитал	0.8	0.8	0.8		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка Северстали стабильна и комфортна для компании циклической отрасли: показатель «Чистый долг/EBITDA» по итогам 9М 2011 г. не превысил уровня 1.0х. Ликвидная позиция Северстали на конец 3К практически достигла USD2 млрд., на треть превысив размер краткосрочного долга компании. Мы, безусловно, приветствуем столь консервативную стратегию Северстали в отношении долга, и надеемся, что уже в среднесрочной перспективе существенное улучшение кредитного качества найдет отражение в повышении кредитных рейтингов компании.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СЕВЕРСТАЛИ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации Северстали торгуются на одном уровне с рублевыми бондами НЛМК, что лишает их потенциала курсового роста. Еврооблигации компании, как и бумаги большинства других российских эмитентов циклических отраслей, сейчас слабо реагируют на корпоративные события и движутся вместе с общерыночным трендом.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Башнефть опубликовала неплохие результаты за 9М 2011: добыча увеличилась на 7%, чистый долг стабилен; облигации компании могут быть интересны

Вчера Башнефть опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Добыча компании за 9М 2011 г. увеличилась на 7.3% в годовом выражении. Это лучший показатель среди крупных представителей российской нефтегазовой индустрии. Тем не менее влияние этого роста на операционные показатели ограничено, поскольку большая часть доходов формируется за счет переработки, динамика которой была стабильной. На фоне благоприятной рыночной конъюнктуры компании удалось увеличить выручку на 45% и EBITDA – на 25%. В 3К показатели EBITDA и чистой прибыли продемонстрировали отрицательную динамику. Это связано с многочисленными разовыми расходами общим объемом порядка USD250 млн., среди которых резерв по расследованиям ФАС, комиссионные расходы в пользу одного из кредиторов, благотворительные расходы и другие. В целом мы считаем результаты 3К позитивными. В 4К результаты деятельности могут серьезно измениться в связи с вводом налогового режима «60-66». Тем не менее компания отчасти обезопасила себя от негативных последствий ввода, получив одобрение от государства на льготы в размере около USD322 млн.

Операционный денежный поток по итогам 9М 2011 г. составил USD1.5 млрд., из которых USD0.9 млрд. относится к 3К. Такое неравномерное распределение денежного потока обусловлено изменениями в рабочем капитале. Поскольку капитальные вложения компании составили только USD0.6 млрд. за 9М 2011 г. Башнефть получила большой свободный денежный поток и направила часть средств на сокращение долга. В результате чистый долг уменьшился с конца 1П 2011 г. примерно на USD300 млн. Однако дальнейшее снижения долга мы не ожидаем, в силу роста капитальных затрат в следующем году и возможных приобретений.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАШНЕФТИ

МСФО, USD млрд.	9М 2010*	2К 2011	3К 2011	9М 2011	9М 11/9М 10
Выручка	8.6	4.5	4.5	12.5	45%
ЕБИТДА	1.9	0.8	0.7	2.4	25%
Чистая прибыль	1.0	0.6	0.4	1.4	46%
Чистый операц. денежный поток	0.6	0.4	0.9	1.5	153%
Капвложения и М&А	0.2	0.2	0.2	0.6	159%
Свободный денежный поток	0.4	0.2	0.7	1.0	150%
Совокупный долг, в т.ч.	-	4.2	3.4	3.4	
краткосрочный долг	-	0.8	0.0	0.0	
Денежные средства и эквиваленты	-	1.0	0.4	0.4	
Активы	-	15.4	13.0	13.0	
Показатели					
ЕБИТДА margin (%)	-	18%	15%	19%	
ЕБИТДА/проценты (x)	-	6.9	5.9	6.7	
Долг/ЕБИТДА** (x)	-	1.4	1.1	1.1	
Чистый долг/ЕБИТДА** (x)	-	1.1	1.0	1.0	
Долг/Собственный капитал (x)	-	0.6	0.5	0.5	

* компания не раскрывала данные по балансовым показателям по итогам 9М 2011

** данные по ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Башнефть	NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	12.5
ЕБИТДА margin	19%
Долг/ЕБИТДА	1.1

В ходе телефонной конференции менеджмент также раскрыл некоторые детали стратегии компании в области долгового финансирования и дал пояснения по последней активности компании на внутреннем долговом рынке:

- Выкуп облигаций с рынка осуществлялся для улучшения структуры погашения долга. В рамках оферты в декабре 2012 г. инвесторы могли предъявить к погашению порядка RUB45 млрд. Такой большой объем разового погашения являлся некомфортным для компании, и Башнефть решила выкупить часть облигаций с рынка
- Выкупленные с рынка облигации были заменены синдицированным кредитом, а также новым выпуском облигаций объемом RUB10 млрд. В итоге объем задолженности, судя по всему, значительно не изменился со времени публикации отчетности. При этом график погашений стал более длинным и равномерным
- У компании нет определенных планов на размещение облигаций в 2012 г. Менеджмент анализирует возможность использования различных видов кредитования и в зависимости от условий может воспользоваться тем или иным инструментом.
- Ориентир компании по показателю «Долг/ЕБИТДА» составляет 1.0x. Менеджмент не ожидает серьезных отклонений от данного уровня.

Наличие умеренного ориентира по уровню долговой нагрузки, на наш взгляд, является хорошей новостью для кредиторов. Кроме того, по заявлениям руководства, компания последовательно снижает стоимость долга. В целом мы считаем, что Башнефть будет в состоянии поддерживать финансовую устойчивость на текущем уровне, несмотря на планируемое увеличение капитальных затрат и негативное воздействие нового налогового режима.

Облигации компании обладают хорошей ликвидностью. Доходность «старых» выпусков составляет 7.9% при дюрации чуть меньше года, доходность нового выпуска к двухлетней оферте находится на уровне 9.5%. Негативным моментом для инвесторов остается отсутствие кредитных рейтингов. Тем не менее финансовое состояние компании находится на достаточно высоком уровне, и кредиторам без жесткой привязки к рейтингам бумаги могут быть интересны.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Совкомфлот опубликовал слабую отчетность за 9М 2011; операционные показатели падают, долговая нагрузка продолжает расти; еврооблигации к покупке не рекомендуем

Опубликована отчетность Совкомфлота по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Высокая конкуренция на рынке танкерных перевозок и низкие ставки фрахта продолжают оказывать давление на операционные показатели Совкомфлота. Тайм-чартерный эквивалент (выручка за вычетом рейсовых расходов и комиссий) снизился на 4%. В условиях устойчивых операционных затрат такое снижение транслировалось в падение показателя ЕБИТДА на 12% и чистой прибыли на 53%. Стоит заметить, что негативная динамика сохраняется и в ЗК, результаты которого оказались хуже уровня 2К. Мы полагаем, что избыток предложения на рынке танкерных перевозок сохранится в краткосрочной перспективе. По этой причине роста операционных показателей по крайней мере заметного, на наш взгляд, ждать не стоит.

Несмотря на падение операционных показателей, компания активно наращивает капитальные вложения. За 9М 2011 г. они увеличились на 24% в годовом выражении. В результате компания получила отрицательный свободный денежный поток в размере -USD380 млн. В ЗК компания стабилизировала свободный денежный поток, однако мы связываем такую стабилизацию с графиком выплат по заказам, нежели с пересмотром инвестиционной политики. Совкомфлот имеет большой портфель капитальных заказов: общий объем выплат по уже заключенным контрактам на поставку судов с февраля 2012 г. по май 2014 г. составит порядка USD1.1 млрд., поэтому мы полагаем, что капитальные затраты останутся на высоком уровне в ближайшие 1-2 года.

Совкомфлот	Ва1/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млн.	1,076
ЕБИТДА margin	32%
Долг/ЕБИТДА	7.5

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОВКОМФЛОТА

МСФО, USD млн.	2009	9М 2010	2010	9М 2011	9М11/9М10
Выручка	1,222	997	1,313	1,076	8%
Тайм-чартерный эквивалент	932	723	944	697	-4%
ЕБИТДА	475	389	466	342	-12%
Чистая прибыль	185	100	164	47	-53%
Чистый операционный денежный поток	414	295	360	212	-28%
Капвложения и М&А	424	476	560	592	24%
Свободный денежный поток	-7	-181	-289	-380	-
Совокупный долг, в т.ч.	2,643	2,812	2,956	3,123	12%
<i>краткосрочный долг</i>	251	302	225	267	-10%
Денежные средства и эквиваленты	336	386	512	335	52%
Активы	6,002	6,654	6,513	6,251	9%
Показатели					
ЕБИТДА margin (%)	39%	39%	36%	32%	-
ЕБИТДА/проценты (x)	4.7	5.1	4.1	3.5	-
Долг/ЕБИТДА** (x)	5.6	5.5	6.3	7.5	-
Чистый долг/ЕБИТДА** (x)	4.9	4.8	5.2	6.7	-
Долг/Собственный капитал (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	-

** данные по ЕБИТДА за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка Совкомфлота растет стремительными темпами. По состоянию на конец сентября показатель «Чистый долг/ЕБИТДА», по нашим расчетам, составил 6.7x против 4.8x годом ранее. Финансовое состояние эмитента явно не совместимо с рейтингами инвестиционной категории. Однако принадлежность государству и стратегический статус компании для российской нефтегазовой индустрии оказывают определенную поддержку кредитному качеству. По-видимому, этим обусловлено то, что Fitch и S&P пока не лишили компанию рейтингов инвестиционной категории. Тем не менее долговая нагрузка у компании крайне высока, и мы не исключаем понижение рейтинга от Fitch и S&P, вслед за Moody's, которое в октябре понизило рейтинг эмитента до «Ba1».

Еврооблигации Совкомфлота с погашением в 2017 г. сейчас торгуют с премией к Транснефти порядка 280 бп по сравнению с премией около 100 бп в начале года. Мы не исключаем еще большего расширения спреда к эмитентам первого эшелона, особенно в случае ухудшения экономической ситуации в мире. Облигации к покупке не рекомендуем.



Петр Макаров
 +7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Отчетность Ростелекома по МСФО за 9М 2011: операционные показатели растут медленно, долговая нагрузка комфортна; доходность единственного ликвидного выпуска не выглядит привлекательной

Вчера крупнейший в России оператор фиксированной связи, Ростелеком, опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели «национального чемпиона» растут невысокими темпами: за год консолидированная выручка компании увеличилась лишь на 7% до RUB217.5 млрд. Фиксированный сегмент, который пока вносит наибольший вклад в совокупную выручку Ростелекома, продемонстрировал самую слабую динамику (-2% по выручке за год). Самый значительный рост выручки продемонстрировал, как и следовало ожидать, сегмент платного телевидения: за счет приобретения контрольного пакета НТК компания в 6 раз увеличила абонентскую базу этого сегмента, что и привело к кратному росту выручки сегмента до RUB5 млрд. Неплохую динамику продемонстрировало и направление ШПД, однако во многом рост был также обеспечен несколькими М&А сделками, позволившими одновременно увеличить базу подписчиков этой услуги.

Рентабельность по ЕБИТДА Ростелекома остается на сравнительно высоком уровне: чуть ниже 40%, что сравнимо с рентабельностью операторов сотовой связи в России.

Ростелеком	S&P: BB+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	218
ЕБИТДА margin	39%
Долг/ЕБИТДА	1.4

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОСТЕЛЕКОМА

МСФО, RUB млрд.	9М 2010*	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка, в т.ч.	203.3	275.7	217.5	4%	7%
фиксированная связь	118.7	159.8	116.6	2%	-2%
ШПД	28.6	39.6	34.7	-5%	21%
мобильная связь	23.9	32.0	25.1	-2%	5%
платное ТВ	0.8	1.1	5.0	19%	>500%
ЕВITDA	81.5	101.4	85.5	3%	5%
Чистая прибыль	28.9	31.3	29.4	21%	2%
Чистый операц. денежный поток	44.6	85.0	60.5	-35%	36%
Капвложения и M&A	38.9	56.3	73.2	67%	88%
Свободный денежный поток	9.4	33.2	19.5	-80%	107%
Совокупный долг, в т.ч.	н.д.	138.0	145.6	-3%	-
краткосрочный долг	н.д.	50.1	67.2	40%	-
Денежные средства и эквиваленты	н.д.	12.6	6.1	-31%	-
Активы	н.д.	426.8	476.0	0%	-
Показатели					
ЕВITDA margin	40%	37%	39%		
ЕВITDA/проценты, (x)	9.5	8.9	8.7		
Долг/ЕВITDA**, (x)	н.д.	1.4	1.4		
Чистый долг/ЕВITDA**, (x)	н.д.	1.2	1.3		
Долг/Собственный капитал, (x)	н.д.	0.6	0.6		

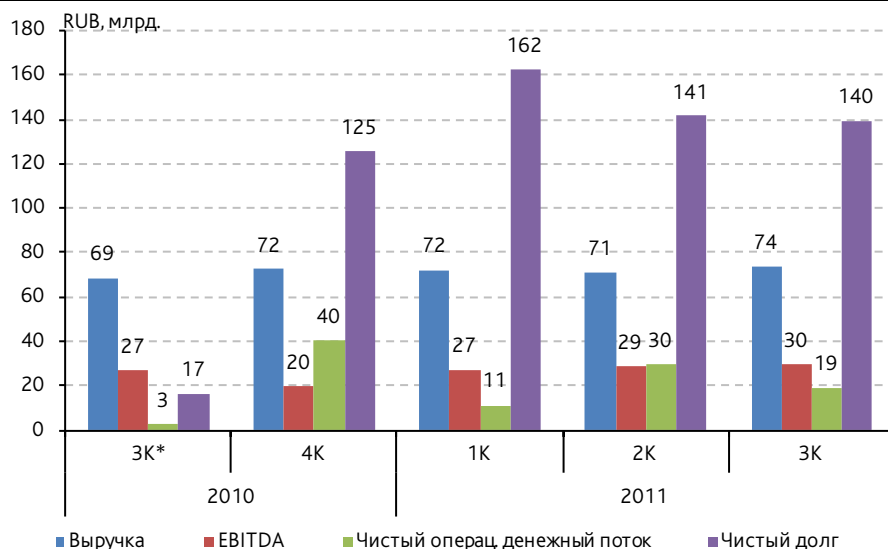
* баланс за 9М 2010 с учетом присоединенных МРК компания не раскрывает

** значение ЕВITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом у Ростелекома остается комфортной – долговая нагрузка находится в пределах 1.3х по показателю «Чистый долг/ЕВITDA». Несколько негативно выглядит соотношение денежных средств на счетах компании и размер краткосрочного долга (около 46% от кредитного портфеля), однако высокая доступность кредитных средств госбанков должна позволить компании безболезненно рефинансировать краткосрочный долг даже в случае усложнения ситуации на долговых рынках. Компания озвучивает комфортное значение показателя «Чистый долг/ЕВITDA» не выше 2.0х, что можно считать приемлемым уровнем для нециклической квазигосударственной компании.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РОСТЕЛЕКОМА



* данные по чистому долгу за 3К 2010 не отражают долг МРК

Источник: данные компании, НБ «Траст»

На рублевом рынке облигаций из 9 выпусков формально торгуется только **Ростелеком-11** со встроенным колл-опционом в августе 2012 г. Доходность к этой дате составляет около 6.0%, т.е на одном уровне с кривой ОФЗ. Доходность к погашению через 7.5 лет составляет около 11.5%, что также не слишком привлекательно для столь длинной бумаги с учетом риска исполнения колл-опциона.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Промсвязьбанк раскрыл частичные финансовые результаты за 9М 2011: активный рост кредитного портфеля банка привел к давлению на капитал, несмотря на увеличение показателей рентабельности; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка

КОММЕНТАРИЙ

Промсвязьбанк вчера опубликовал частичные результаты за 3К и 9М 2011 г., продемонстрировав позитивную динамику масштабов бизнеса. Показатели рентабельности банка улучшились благодаря росту операционной эффективности и чистой процентной маржи. Однако активное увеличение кредитного портфеля привело к снижению показателя достаточности капитала банка, а финансирование роста за счет банковских ресурсов обусловило увеличение зависимости фондирования банка от оптового долга.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОМСВЯЗЬБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	22.0	25.6	20.6	9.4	15.2
Чистые комиссионные доходы	4.7	5.6	6.0	3.5	5.3
Операционные доходы до резервов	28.2	33.8	28.2	13.0	21.1
Операционные расходы	-12.4	13.1	-14.9	-8.1	-12.0
Отчисления в резервы	-13.2	-20.8	-10.3	-3.9	-6.3
Чистая прибыль	1.6	-0.6	2.5	1.2	2.1
Денежные средства	105.7	108.3	45.2	51.3	47.0
Ценные бумаги	23.4	49.0	52.2	45.1	42.0
Кредитный портфель, gross	318.9	305.3	348.6	360.4	404.8
Резервы	-18.5	-38.8	-37.7	-36.6	-35.8
Кредитный портфель, нетто	300.4	266.4	310.9	323.8	369.0
Средства клиентов, в т.ч.	229.6	289.5	297.0	291.0	305.0
частных клиентов	53.4	96.0	107.7	101.8	105.0
Активы	461.8	471.2	475.1	484.7	524.0
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	4.6%	-1.6%	6.0%	5.1%	6.2%*
Доходность активов (ROAA)	0.4%	-0.1%	0.5%	0.5%	0.6%
Расходы/Доходы	43.8%	-38.6%	52.6%	62.3%	56.9%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.6%	6.2%	4.6%	4.2%	4.4%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	2.8%	12.3%	9.2%	8.1%	7.4%
Резервы/Кредиты	5.8%	12.7%	10.8%	10.2%	8.8%
Резервы/NPLs	2.1	1.0	1.2	1.3	1.2
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	0.0%	9.9%	10.0%	10.1%	9.2%
Достаточность капитала (TCAR)	13.1%	14.3%	14.4%	13.9%	13.3%
Нетто кредитный портфель/Депозиты (%)	130.8%	92.0%	104.7%	111.3%	121.0%

* по расчетам Промсвязьбанка

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Промсвязьбанк существенно ускорил темпы роста кредитного портфеля в 3К 2011 г: объем ссуд до отчислений в резервы вырос за 3К 2011 г. на 12.3% против прироста на 4.0% кварталом ранее. В результате объем займов клиентам достиг RUB405 млрд. по итогам 9М 2011 г. Примечательно, что качество кредитов улучшилось благодаря быстрым темпам роста бизнеса в совокупности с политикой продажи и списания проблемных ссуд. Так, доля NPLs сократилась в ссудном портфеле на 0.7 п.п. до 7.4% по итогам 3К 2011 г.

В качестве основных источников финансирования роста банк привлекал средства кредитных организаций. Одновременно приток розничных средств в 3К 2011 г. составил только 3.2 млрд. (до RUB105 млрд.), а прирост счетов и депозитов корпоративных клиентов – порядка 10.8 млрд. (до RUB200 млрд.). В результате опережающего роста банковского фондирования показатель «Кредиты/Депозиты» достиг 121% по итогам 9М 2011 г (104.7% в 2010 г.), что свидетельствует о высокой зависимости фондирования от рынков оптового долга.

За 3К 2011 г. банк заработал RUB0.9 млрд. чистой прибыли, что в 1.8 раза превышает результаты прошлого квартала. Основными причинами роста стало улучшение уровня операционной эффективности (показатель «Расходы/Доходы» сократился на 5.4 п.п. до 56.9%) и чистой процентной маржи (NIM 4.4% по итогам 9М 2011 г.). При этом банк компенсировал практически все убытки от операций с торговыми ценными бумагами (RUB0.8 млрд. за квартал) доходами от операций с валютой (RUB0.7 млрд.). Впрочем, рентабельность капитала, несмотря на некоторый рост, осталась на невысоком для отрасли уровне (ROAE 6.2% за 9М 2011 г.), также банк последовательно отчисляет существенный объем резервов (стоимость риска 2.2%).

Промсвязьбанк	Ва2/WR/BB-
МСФО, 9М 2011	
Кредиты, RUB млрд.	404.8
NPLs (+90 дней)	7.4%
NIM	4.4%

В итоге существенный рост масштабов бизнеса привел к снижению уровня достаточности капитала. Так, показатель Tier 1 сократился на 0.9 п.п. до 9.2%, а TCAR – на 0.6 п.п. до 13.3%. Впрочем напомним, что для поддержания показателя обеспеченности капиталом 1-го уровня основные собственники банка планируют нарастить акционерный капитал на RUB4 млрд. Также банк планирует привлечь RUB3.5 млрд. субординированного кредита от ЕБРР.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации банка: премия старших выпусков к бумагам Альфа-Банка не превышает 60 бп, а субординированные евробонды предлагают 150-160 бп, что, на наш взгляд, не предполагает торгового интереса. Из рублевых выпусков наиболее адекватно торгуется **Промсвязьбанк-5**, который котируется ниже номинала с YTM 8.4-8.5% на диапазоне полгода и премией к суверенной кривой в размере около 270 бп. Более длинному и относительно ликвидному **Промсвязьбанк-6** (YTM 8.8-9.2% через 1.5 года) мы предпочитаем новый выпуск Альфа-Банка.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Российская макроэкономика

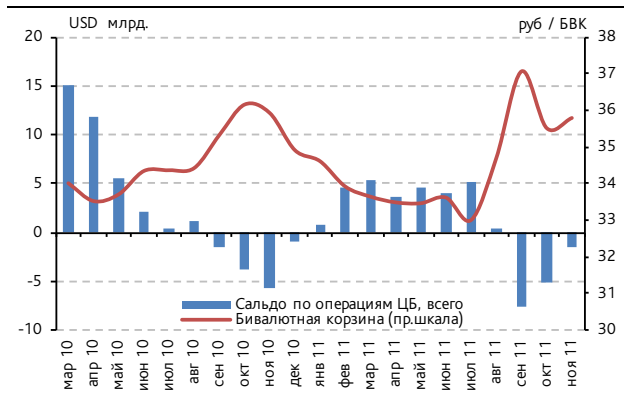
Объем ЗВР за неделю увеличился на USD3.9 млрд.; валютные интервенции в ноябре составили USD1.4 млрд.; наш прогноз по ЗВР на конец года – USD500–505 млрд.

Объем международных резервов России за прошедшую неделю (25 ноября–2 декабря) вырос на USD3.9 млрд., достигнув отметки в USD514.1 млрд. Основная причина – увеличение стоимости 1 г золота почти на 10%, что обеспечило большую часть приращения резервов (около USD3.5 млрд.). Переоценка валютной составляющей также внесла свою лепту: ревальвация евро относительно доллара способствовала приросту в USD1.25 млрд., британского фунта – в USD0.4 млрд., австралийского доллара – в USD0.18 млрд. Относительное снижение стоимости йены и СДР способствовало незначительному сокращению, эквивалентному USD0.05 млрд. Кроме того, мы оцениваем совокупные убытки от переоценки стоимости первоклассных иностранных гособлигаций и операций ЦБ на внутреннем рынке в размере USD1.8 млрд.

Примечательно, что на этой неделе были обнародованы данные по валютным операциям Банка России на внутреннем рынке. В соответствии с опубликованным отчетом, целевые интервенции по итогам ноября составили USD1.4 млрд. против USD4.3 млрд. месяцем ранее. По операциям с евро также произошло сокращение с EUR501 млн. до EUR131 млн. В целом фактический нетто-объем валютных сделок ЦБ согласуется с динамикой стоимости бивалютной корзины (см. диаграмму 1). Анализ фундаментальных и конъюнктурных факторов динамики обменного курса рубля по итогам ноября 2011 г. позволяет отметить два важных структурных сдвига.

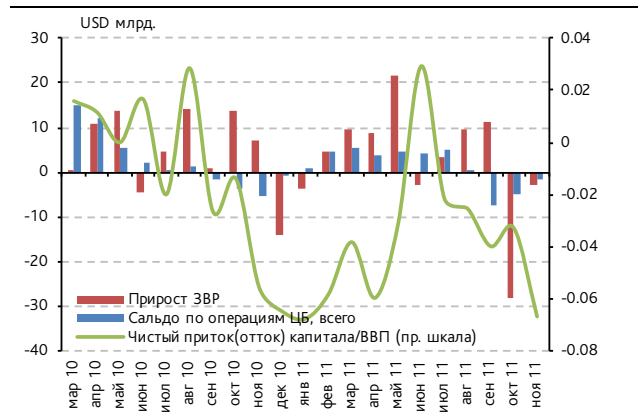
Во-первых, динамика бивалютной корзины слабо коррелирует с показателем «Сальдо торгового баланса к ВВП», особенно на последнем участке временной оси (сентябрь–ноябрь 2011 г.). Эффект взаимовлияния (коинтеграция) ослабевает и все больший вес приобретает однонаправленное негативное воздействие сокращения сальдо счета текущих операций на девальвационные ожидания (в среднем за 2008–2011 гг.). Это вынуждает ЦБ принимать сложные решения: сгладить нестабильность или поддерживать отечественный экспорт. Благодаря действиям монетарных властей положительное сальдо счета текущих операций выросло за последний месяц на 4%, а номинальный курс рубля к доллару упал на 3%.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЫ



Источник: ЦБ РФ

ДИАГРАММА 2. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Во-вторых, в сентябре-октябре продолжает усугубляться ситуация с оттоком капитала. Усиливается взаимовлияние сальдо счета движения капитала и стоимости бивалютной корзины. По нашим оценкам, в ноябре отношение чистого оттока капитала к ВВП (-6.5%) приближается к локальным минимумам. Впрочем, данный показатель к концу года всегда испытывает сезонное падение (см. диаграмму 2). Однако в декабре 2011 г. мы прогнозируем минимальное значение отношения «Чистый приток (отток) капитала к ВВП» за последние 2 года. Вышеперечисленные факторы позволяют сделать взвешенную оценку объема международных резервов России на конец 2011 г. – USD500–505 млрд.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
7 дек	АИЖК-23	14.0	7.94%	0.5*	7.94%
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.75%	5*	9.99%
6 дек	Красноярский край-5	9.0	9.50%	5	9.48%
6 дек	Башнефть-16о	10.0	9.35%	2*	9.57%
5 дек	Автодор-1	3.0	9.75%	5	9.93%
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5	10.15%
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5	10.41%
1 дек	Татфондбанк-36о	2.0	12.25%	1*	12.60%
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-36о	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-36о	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-16о	5.0	11.00%	1*	11.29%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
9 дек	Альфа-Банк-2	5.0	9.25%	1.5*
12 дек	ФСК ЕЭС-18	15.0	8.50%	2.5*
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	н.д.	5
14 дек	ЮниКредит Банк-16о	5.0	8.75-9.00%	2*
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5
16 дек	МДМ Банк-46о	5.0	9.00-9.50%	1*
21 дек	МСП Банк-1	5.0	9.00-9.75%	2*
23 дек	Каркаде-2	1.5	12.5-13.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
14 дек	Разгуляй-136о	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	КИТ Финанс Капитал-2	4.0	11.00%	11.00%	3
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	9.50%	1*
16 дек	ММК-26о	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	12.25%	1*
16 дек	Трансфин-М-04	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-05	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-08	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-09	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-10	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-11	0.5	11.00%	9.50%	1*
20 дек	ВТБ24-1 ИП	15.0	9.70%	8.65%	3
20 дек	ДиПОС	2.0	6.00%	н.д.	1
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-1	1.1	5.00%	н.д.	4
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-3	1.5	3.00%	н.д.	4

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-096о	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования различных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.