



Ежедневный обзор долговых рынков от 8 июня 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Комментарий по рынку еврооблигаций	2
Денежный рынок и макроэкономика	2
Комментарий по рынку рублевых облигаций	3
Кредитный комментарий	4
Приложение: календарь событий	9

СТРАТЕГИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- ▶ На рынках продолжились продажи в отсутствие важных экономических данных и политических событий
- ▶ Сегодня рынок настроен позитивно на фоне положительной динамики азиатских рынков, нефти, евро и словесной поддержки Бернанке

СТРАТЕГИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- ▶ Рублевые облигации показали устойчивость к негативу. Несмотря на довольно пессимистичный внешний фон, в рублевых облигациях существенных продаж не наблюдалось
- ▶ МБРР (-/B1/B+) установил ставку следующих купонов по бондам 5-й серии в 8,25% годовых – адекватная компенсация за квазирииск АФК Система

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Причины для ажиотажного спроса на средства ЦБ со стороны банков отсутствуют

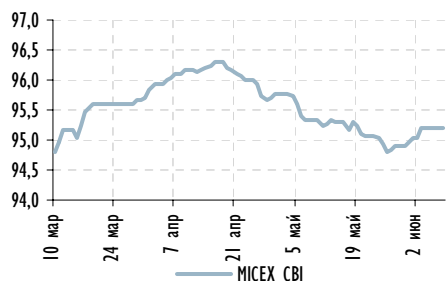
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Ориентир по новому выпуску Трансконтейнера привлекателен – комментарий к размещению
- ▶ Сбербанк публикует сильные результаты за 1-й кв. 2010 г. по МСФО

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

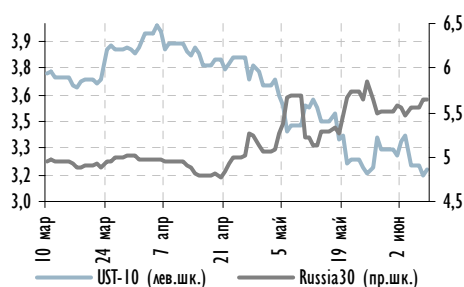
- ▶ Данные по индексу промышленного производства Германии за апрель

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

Доходности Russia-30 и UST-10



Источник: Bloomberg

Рыночные индикаторы

	Знач. закр.	Изм. к пред. дню		Изм. к 01/01	
Индикаторы валютного рынка					
EUR/USD*	1,197	0,4%	▲	-16,4%	▼
USD/RUR*	31,78	1,0%	▲	-5,5%	▼
Корзина валют/RUR*	34,59	-1,9%	▼	-4,3%	▼
Индикаторы денежного рынка					
Остатки на корр. сч., млрд руб.	550,2	36,4	▲	-283,9	▼
Остатки на депозитах в ЦБ, млрд руб.	737,1	-10,2	▼	296,8	▲
ЗВР ЦБР, млрд долл.	455,0	1,6	▲	17,3	▲
1M-MOSPRIME	3,6	-0,05	▼	-2,74	▼
3M-MOSPRIME	4,2	0,0	▲	-2,88	▼
3M-LIBOR	0,54	0,00	▲	0,29	▲
Индикаторы долгового рынка					
UST-2	0,71	-0,02	▼	-0,43	▼
UST-10	1,93	-0,06	▼	-0,69	▼
Russia-30	5,72	0,09	▲	-1,74	▼
EMBI+	336	2	▲	62	▲
EMBI+Russia	278	8	▲	90	▲
Индикаторы товарного рынка					
Urals, долл./барр.	70,71	-0,18%	▼	107,7%	▲
Brent, долл./барр.	72,02	1,7%	▲	102,3%	▲
Индикаторы фондового рынка					
PTC	1 341	-1,46%	▼	-7,8%	▼
Dow Jones	9 816	-1,16%	▼	-5,9%	▼

*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

На рынках продолжились продажи

В отсутствие важных экономических данных и политических событий вчерашний день на рынке еврооблигаций прошел без сюрпризов. Рынки открылись снижением котировок на фоне падения на азиатских торговых площадках, которые еще отыгрывали пятничные заявления официальных лиц Венгрии о возможном дефолте, не обращая внимания на опровержение этих заявлений, а также неожиданно слабую статистику по рынку труда США. В результате, торги Russia 30 (УТМ 5,64%) начались на более чем на одну фигуру ниже уровней закрытия пятницы. Однако в отсутствие негатива в течение дня котировки восстановились вместе с небольшой коррекцией нефтяных цен и курса евро. Сильные апрельские данные промышленных заказов в Германии не произвели на инвесторов никакого впечатления.

Вторая волна продаж в российских еврооблигациях началась с открытием североамериканского рынка вместе со снижением курса евро и нефтяных цен. Динамика индекса VIX просигнализировала о дальнейшем росте опасений инвесторов – показатель вырос до 36,6 п. п. (+1,1 п. п.), спред EMBI+ незначительно расширился до 336 б. п. (+2,7 б. п.). По итогам дня выпуск Russia 30 подешевел более чем на половину фигуры. Спред к UST7 (УТМ 2,59%) расширился до 305 б. п. (+13 б. п.).

Сегодня ждем коррекции

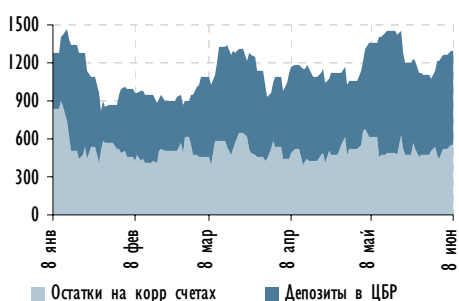
Сегодня торги на российском рынке откроются под влиянием умеренно положительных факторов из-за рубежа. Несмотря на то, что вчера основные фондовые индикаторы США не смогли удержаться в положительной зоне, на азиатских биржах сегодня преобладают покупки (основные индексы региона прибавили от 0,1% до 0,9%). Более того, фьючерсы на американские индексы сегодня утром растут, прибавляя около 0,7%, конъюнктура мировых рынков энергоносителей продемонстрировала умеренное улучшение, курс евро также укрепился по отношению к основным валютам. Вчерашние комментарии главы ФРС о продолжении восстановления экономической активности добавили оптимизма участникам рынка.

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

Анна Богдокевич,
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Денежный рынок

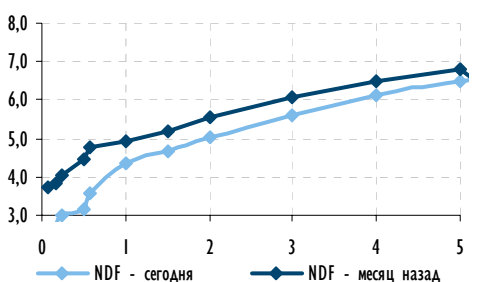
Причины для ажиотажного спроса на средства ЦБ со стороны банков отсутствуют

Стоимость заимствования на рынке МБК стабилизировалась на достигнутых уровнях: трехмесячная индикативная ставка MOSPRIME в понедельник составила 4,17% (+1 б. п. к уровню пятницы). Объем накопленной ликвидности остается на высоком уровне: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ в понедельник увеличилась на 35,6 млрд руб. и превысила 1,3 трлн руб.

ЦБ сегодня проведет аукцион по предоставлению кредитов без обеспечения. При этом вчера Банк России неожиданно увеличил лимит средств, предлагаемых в рамках аукциона, с 10 млрд руб. до 12,5 млрд. Вероятно, это действие направлено на недопущение дефицита ликвидности в преддверии завтрашнего погашения беззалоговых кредитов на сумму 47,7 млрд руб. Отметим, однако, что фактический объем возврата, по всей видимости, окажется значительно меньшим из-за досрочных погашений рядом банков. На это указывает тот факт, что фактический объем задолженности по данному инструменту рефинансирования значительно ниже планового (т. е. без учета возможности досрочного возврата средств ЦБ): 55,9 млрд руб. против 245,7 млрд.



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



Источник: Bloomberg

Кроме того, Минфин сегодня предложит банкам разместить на депозиты 50 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета под 6,5% годовых на срок 6 месяцев. Однако как и в случае с беззалоговыми кредитами ЦБ, положительный дифференциал процентных ставок по сравнению с рынком МБК, вероятно, обусловит крайне низкий спрос на эти средства.

Стоимость бивалютной корзины в понедельник продолжила рост, прибавив более 20 коп. и поднявшись до уровня 34,6 руб. Рубль ослаб как по отношению к доллару, так и к евро: давление на курс российской валюты, по всей видимости, оказывает переоценка рисков инвестиций на развивающиеся рынки. Тем не менее, данные EPFR по итогам прошедшей недели продемонстрировали нетто-приток средств в фонды, инвестирующие в РФ, в связи с чем тенденция к ослаблению рубля может оказаться непродолжительной. Беспоставочные фьючерсы на рубль также свидетельствуют о том, что участники рынка оценивают потенциал ослабления рубля на уровне 0,3% от текущего уровня в перспективе ближайшего месяца.

При этом Банк России вчера подтвердил информацию об изменении механизма валютных интервенций с целью понижения предсказуемости движения курса рубля внутри плавающего коридора. Объем покупок/продажи валюты будет напрямую привязан к изменению цен на нефть. В то же время существенное воздействие на динамику валютных курсов это вряд ли окажет, поскольку опубликованные ранее данные о валютных интервенциях ЦБ указывали на подобную тактику регулятора.

Анна Богдюкевич,
Anna.Bogdukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рублевые облигации показали устойчивость к негативу

Несмотря на довольно пессимистичный внешний фон, сформировавшийся к моменту начала торгов (внушительное падение евро, мировых фондовых индексов и котировок нефти в пятницу и понедельник утром), в рублевых облигациях существенных продаж не наблюдалось. Участники рынка, активно покупавшие бумаги в конце прошлой недели, в ответ на очередной всплеск волатильности на внешних рынках предпочли воздержаться от активных действий и переждать, пока ситуация вновь не придет в равновесие. В результате, обороты по бумагам в понедельник были заметно ниже, чем в четверг – пятницу.

Хотя по ликвидным сериям котировки при открытии опустились в пределах 0,5 п. п., в течение дня часть утреннего снижения была отыграна. В результате, котировки Газпром-11, Газпром нефть БО-5, РЖД-23 снизились в пределах 12–22 б. п., при этом в выборочных сериях на фоне продолжившихся покупок вновь наблюдался рост – в частности, 49-й выпуск Москвы подорожал на 75 б. п. к уровням предыдущего закрытия.

Сегодня на более стабильном внешнем фоне (небольшой рост фондовых индексов в Азии, коррекция евро и нефти в сторону повышения после недавнего обвала) участники рынка рублевого долга, не испытывающие проблем с ликвидностью, вероятно, вернуться к покупкам.

Из событий сегодняшнего дня мы отмечаем закрытие книги по размещению нового выпуска Трансконтейнера – фактически первое крупное рыночное размещение во втором эшелоне рынка после длительного перерыва, которое, на наш взгляд, будет показательным с точки зрения общего интереса инвесторов к новым бумагам. На наш взгляд, ориентир доходности по новому выпуску выглядит привлекательно – подробнее см. комментарий к размещению на стр. 4.

МБРР (-/B1/B+) установил ставку следующих купонов по бондам 5-й серии в 8,25% годовых

Вчера МБРР установил ставку 3–5 полугодичных купонов по облигациям 5-й серии в размере 8,25% годовых (соответствует доходности УТР 8,4% к следующей оферте в декабре 2011 года). Данный купон кажется нам



адекватной компенсацией за квазирииск АФК Система; в частности, мы отмечаем, что сопоставимый уровень доходности предлагают более длинные бумаги материнского для МБРР холдинга: АФК Система-2 (УТР 8,3% @ август 2012 г.) и АФК Система-3 (УТР 8,5% @ декабрь 2012 г.). Возможной альтернативой выпуску МБРР-5, на наш взгляд, является ХКФ Банк-5 (УТР 8,3% @ октябрь 2011 г.) чуть меньшей дюрации.

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

Юрий Тулинов
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Трансконтейнер
S&P/Moody's/Fitch

- / Ba2/BB+

Транспорт

Новый выпуск Трансконтейнера привлекателен

Новость: 8 июня Трансконтейнер (-/Ba2/BB+) планирует закрыть книгу по размещению нового выпуска рублевых облигаций объемом 3 млрд руб. Бумага имеет пятилетний срок до погашения и амортизацию платежей, что дает дюрацию порядка 3,6 лет. Ориентир по ставке купона, обозначенный организаторами, – 8,7%–9,2% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 8,9%–9,4% годовых – ориентир, который мы считаем привлекательным для покупки.

Комментарий: Трансконтейнер – крупнейший в России оператор на рынке железнодорожных контейнерных перевозок: на долю компании в прошлом году приходилось 64% контейнерного грузооборота и 36% объема переработки на российских контейнерных терминалах. Перевозки и терминальные услуги в сумме формируют порядка 80% выручки компании.

Операционные показатели: «просадка» в 2009 году. Контейнерные перевозки – бизнес, довольно чувствительный к общему состоянию экономики: в прошлом году на фоне экономического кризиса объем рынка сократился на 21%. При этом мы отмечаем, что темпы снижения контейнеропотока эмитента были менее существенными по сравнению с рынком в целом: перевозки сократились на 19% до 1,22 млн ДФЭ. Увеличить долю рынка в кризисный год (с 61% до 64% по перевозкам) удалось за счет более агрессивной ценовой политики в первом полугодии – в результате, выручка Трансконтейнера, скорректированная на «расходы соисполнителей по сквозной ставке» (отражаемые в выручке и расходах платежи за пользование инфраструктуры и локомотивов РЖД), сократилась на 26%, а рентабельность EBITDA – на 13 п. п. до 27%.

1-й кв. 2010 г.: смена акцентов с объемов на рентабельность. В 1-м кв. 2010 г. грузопотоки на основных направлениях начали восстанавливаться: по данным Трансконтейнера, объем контейнерных перевозок в целом по России вырос на 15%, при этом некоторые участники отрасли показали еще более впечатляющий рост (НМТП – увеличение контейнеропотока на 42%, Группа FESCO – рост ж/д перевозок контейнеров на 130%). На общем фоне результаты Трансконтейнера выглядят заметно слабее – объем перевозок сократился к уровню 1-го кв. 2009 г., что компания объясняет сменой акцентов в бизнес-стратегии с удержания доли рынка на увеличение прибыльности. Последнее можно признать успешным, судя по РСБУ отчетности компании за 1-й кв. 2010 г. (рост рентабельности EBITDA на 6 п. п. год к году, до 31%). В целом Трансконтейнер пока придерживается довольно консервативного прогноза роста объема контейнерных перевозок в пределах 7–10% в 2010 году; «с оглядкой» на статистику других участников отрасли за 1-й кв. 2010 г, мы полагаем, что рост рынка по итогам года может превысить оценку компании.

Долговая нагрузка – уже не минимальная, но пока вполне умеренная. Трансконтейнер традиционно придерживается довольно консервативной политики в отношении долга: до кризиса соотношение Долг/EBITDA не превышало 1х. Компания финансирует заемными средствами капитальные вложения, существенную долю которых составляет модернизация парка подвижного состава и контейнеров. При этом большая доля в структуре финансовой задолженности традиционно приходится на лизинг – достаточно дорогой ресурс для Трансконтейнера: в 2009 году эффективная процентная ставка по лизинговым контрактам составляла 15–28%. Стоит отметить, что в



прошлом году Трансконтейнер улучшил структуру долга с точки зрения стоимости за счет привлечения пятилетней кредитной линии Альфа-Банка на 1,5 млрд руб. под ставку 12–12,5%. Размещение нового выпуска рублевых бондов позволит еще больше улучшить структуру кредитного портфеля: в материалах к выпуску компания называет рефинансирование долга основной целью, на которую будут использованы средства.

Хотя после заметного сокращения денежных потоков в прошлом году, кредитные метрики Трансконтейнера ухудшились, левеидж в целом остается в достаточной комфортной зоне – ниже 2х в терминах Долг/ЕБИТДА, при этом почти весь долг (за исключением краткосрочной части обязательств по лизингу) – долгосрочный: пятилетний кредит Альфа-Банка и дебютный выпуск рублевых облигаций на 3 млрд руб., который, после недавней оферты, торгуется к погашению в феврале 2013 г. Мы не исключаем, что в текущем году чистый денежный поток Трансконтейнера вновь будет отрицательным, и обновление парка потребует привлечения дополнительных заемных ресурсов. По комментариям менеджмента в СМИ, инвестиционная программа на 2010 год может быть «незначительно увеличена» по сравнению с 2009 г. (порядка 3,1 млрд руб. согласно отчетности по МСФО), однако мы полагаем, что в случае пересмотра прогноза по росту рынка в сторону повышения, очевидно, вырастет и инвестиционный бюджет, учитывая что до кризиса одним из «узких мест» отрасли всегда считался дефицит подвижного состава. В то же время учитывая большой акцент на рентабельности бизнеса в текущем году, мы полагаем, что увеличение долга, скорее всего, будет компенсировано соответствующим ростом денежных потоков, что позволит сохранить умеренный левеидж.

Поддержка сильного акционера – РЖД. Один из «плюсов» кредитного профиля Трансконтейнера – сильный акционер: около 85% акций компании принадлежит РЖД. В среднесрочной перспективе РЖД может продать часть своего пакета в рамках общей стратегии по реализации долей в «дочках» – госкомпаниям нужны масштабные средства на реализацию собственной инвестиционной программы. В то же время судя по последним комментариям менеджмента, РЖД сохранит контроль в Трансконтейнере, что, на наш взгляд, в целом позитивно для кредиторов.

Операционные и финансовые показатели ОАО «Трансконтейнер» в 2008 г. – I-й кв. 2010 г., млн руб. (МСФО, РСБУ)

	2009 г., МСФО	2008 г., МСФО	Изм., г/г	I-й кв. 2010 г., РСБУ	I-й кв. 2009 г., РСБУ	Изм., г/г
Контейнерные перевозки, млн ДФЭ*	1,22	1,50	-19%	254	267	-5%
Переработка на терминалах, млн ДФЭ*	1,46	1,90	-23%	343	309	11%
Выручка	16 400	20 494	-20%	4 237	3 624	17%
Выручка, скорр.**	13 262	17 806	-26%	3 352	3 173	6%
Операционная прибыль	1 674	4 924	-66%	475	234	103%
Чистая прибыль	590	3 570	-83%	20	10	105%
ЕБИТДА	3 611	7 128	-49%	1 034	809	28%
Рентабельность ЕБИТДА***	27%	40%	-13 п. п.	31%	25%	+6 п. п.
Долг	4 672	3 088	51%	4 520	5 883	-23%
Долг, включая лизинг	6 580	4 277	54%	-	-	-
Денежные средства	449	453	-1%	388	428	-9%
Чистый долг, включая лизинг	6 131	3 824	60%	-	-	-
Долг, вкл. лизинг/ЕБИТДА	1,8	0,6	-	-	-	-
ЕБИТДА/Чистые проценты	4	18	-78%	7	7	1%
Операционный денежный поток	2 167	4 865	-55%	-	-	-
Капитальные вложения	3 107	8 579	-64%	-	-	-
Капитальные вложения/Выручка	19%	42%	-	-	-	-
Чистый денежный поток	-881	-3 515	-	-	-	-

Источник: данные Компании, расчеты ГПБ

* ДФЭ – условная единица измерения, экв. размерам контейнера длиной 20 футов

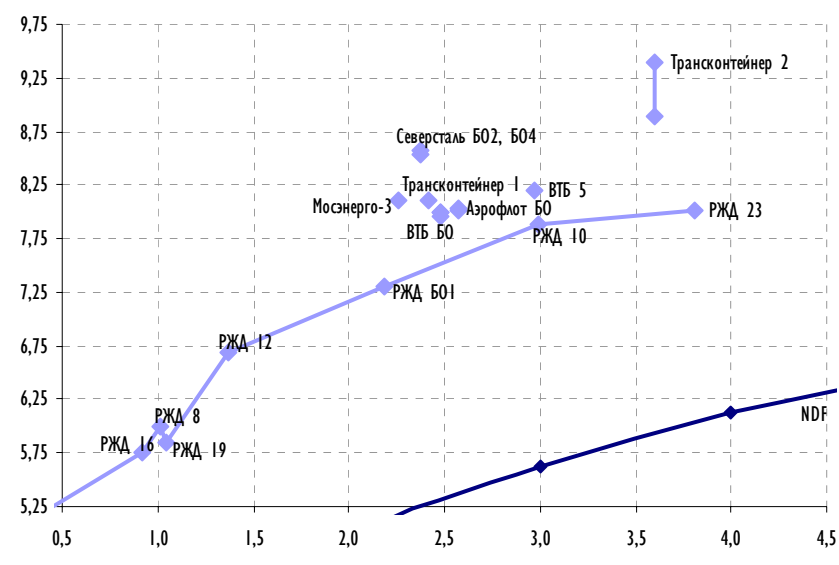
** за вычетом расходов на услуги соисполнителей по сквозной ставке

*** показатель рассчитан к скорректированной выручке



Ориентир доходности нового выпуска привлекателен. Ориентир доходности нового выпуска Трансконтейнера (8,7–9,2% УТМ), на наш взгляд, выглядит довольно интересно для участия. Прошедший недавно через offerту Трансконтейнер-1 торгуется сейчас с доходностью в районе 8,1%, что соответствует спреду к кривой РЖД около 60 б. п., тогда как ориентир по размещаемому выпуску предполагает спред к кривой материнской компании 90–140 б. п. Мы также отмечаем, что Трансконтейнер-2 выглядит привлекательно и на фоне выпусков других эмитентов, кредитный профиль которых в значительной степени определяется поддержкой сильного акционера – в частности, Аэрофлота (рейтинг по шкале Fitch «BB-», такой же, как у Трансконтейнера, УТМ в районе 8%).

Ориентир доходности Трансконтейнер-2



Источник: Bloomberg

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

Финансовый сектор

Сбербанк
S&P/Moody's/Fitch

- / Baa1/BBB

Сбербанк (-/Baa1/BBB) публикует сильные результаты за 1-й кв. 2010 г. по МСФО

Новость: Вчера Сбербанк представил консолидированную финансовую отчетность за 1-й квартал 2010 года по международным стандартам. Мы обращаем внимание на следующие результаты банка:

- ▶ рост чистых процентных доходов на 11,8% год к году до 129,2 млрд руб., чистых комиссионных доходов – на 16,0% до 25,6 млрд руб.;
- ▶ незначительная «просадка» чистой процентной маржи (7,3% по итогам первых 3 месяцев 2010 г.) с уровней 4-го квартала 2009 г. (7,5%);
- ▶ снижение объемов отчислений в резервы до 54,3 млрд руб. (-40,1% в годовом и -38,0% в квартальном сопоставлении);
- ▶ внушительная чистая прибыль в объеме 43,5 млрд руб., позволившая достичь рентабельность капитала в 8,5% (при использовании показателя чистой прибыли за последние 12 месяцев);
- ▶ увеличение объема вложений в ценные бумаги на 49,4% с начала 2010 г. до 1,6 трлн руб. по состоянию на 31 марта 2010 г.;
- ▶ умеренный рост доли «неработающих» кредитов (NPLs) в портфеле – до 8,9% (против 8,5% на конец 2009 г.).

Комментарий: Опубликованные результаты в очередной раз свидетельствуют об исключительной крепости финансового профиля Сбербанка.

Просадка чистой процентной маржи банка была ожидаема. Стоимость фондирования Сбербанка и так является самой низкой среди всех



отечественных финансовых институтов (по нашим подсчетам, лишь 5,0% в 1-м кв. 2010 г.), что автоматически ограничивает потенциал ее снижения в сравнении с доходностью процентных активов банка (11,8%). Очевидно, что для наращивания кредитования (в 2010 году банк ожидал увидеть рост портфеля темпами «чуть выше инфляции») Сбербанку приходится дальше снижать ставки по кредитам, что оказывает еще большее давление на маржу (в конце апреля Герман Греф ожидал увидеть снижение показателя по году на 1,5 п. п. или даже больше).

В то же время банк рассчитывает бороться с данной тенденцией за счет ускоренного кредитования частных лиц. Дополнительную поддержку показателям Сбербанка также оказывает получение хорошего объема чистых комиссионных доходов, которые не только принесли ему в 1-ом квартале года 15,1% операционной прибыли до резервов, но и позволили отчасти нарастить процентные доходы. Как объясняет руководство банка, часть комиссий по корпоративным кредитам (к примеру, за досрочное погашение, к которому заемщики довольно активно прибегали в 1-м квартале года) по МСФО классифицируются как доходы от кредитования (см. статью в сегодняшнем Коммерсанте).

В условиях избыточной ликвидности одним из немногих способов повлиять на стоимость собственного фондирования Сбербанк справедливо видел в досрочном погашении своего самого дорогого пассива – субординированного кредита ЦБ со ставкой 8,0% годовых. В то же время к настоящему моменту погашен лишь транш на 200,0 млрд руб. из 500,0 млрд руб. общего объема кредита, и руководство банка не раз отмечало, что торопиться с погашением оставшейся части кредита не будет.

Логика ясна: с одной стороны, погашение кредита приведет к снижению достаточности капитала до уровня около 13,0%, что слишком рискованно в условиях по-прежнему нестабильной макроэкономической ситуации и автоматически снижает потенциал для наращивания кредитования без нового увеличения капитала. С другой стороны, заместить данное обязательство более дешевыми пассивами при текущей конъюнктуре не так-то просто: даже размещение еврооблигаций Сбербанка пришлось отложить (в силу волатильности рынков и необходимости обновить программу MTN).

В сравнении с ВТБ, представившим итоги своей деятельности в 1-м квартале 2010 г. по МСФО на прошлой неделе (см. наш Обзор долговых рынков от 3 июня 2010 г.), результаты Сбербанка нам нравятся чуть больше. В частности, мы отмечаем, что Сбербанк принял более активное участие в росте российского облигационного рынка в первые 3 месяца текущего года, а также применял чуть более консервативный подход к покрытию «неработающих» кредитов резервами (1,3х на 31 марта 2010 г. против 1,0х у ВТБ). К тому же денежные процентные доходы, полученные банком в 1-ом квартале, почти совпали с величиной начисленных процентных доходов из ОПУ (208,1 млрд руб. и 207,8 млрд руб. соответственно), в то время как у ВТБ разница между двумя показателями составила 19,1%, или 16,0 млрд руб.

Еврооблигации Сбербанка в настоящее время торгуются примерно на одном уровне с долговыми инструментами Газпрома и кажутся нам не столь привлекательными для инвестирования.

Из старших бумаг крупнейших отечественных госбанков весьма интересным мы находим размещенный в текущем году и котирующийся на 2 фигуры ниже номинала VTB 15N (YTM 7,0% @ март 2015 г.). В силу высокой вероятности исполнения колл-опциона нам также нравятся субординированные RSHB 16 (YTC 8,5% @ сентябрь 2011 г.) и Moscow Bank 17 (YTC 8,3% @ май 2012 г.).

Основные показатели Сбербанка по МСФО, млрд руб.

	2009	1К 10	Изм.*
Чистые процентные доходы	502,7	129,2	11,8%
Чистые комиссионные доходы	101,1	25,6	16,0%
Прибыль (убыток) от торговли ценными бумагами	33,5	11,5	-362,2%
Прибыль от операций с иностранной валютой	16,2	2,1	-75,2%
Операционная прибыль до резервов	648,1	169,8	17,4%
Операционные расходы	(229,3)	(62,7)	17,1%



Отчисления в резервы	(388,9)	(54,3)	-40,1%
Чистая прибыль (убыток)	24,4	43,5	7360,5%
Денежные средства и эквиваленты	725,5	532,1	-26,7%
Средства в других банках	10,2	21,9	114,4%
Ценные бумаги	1 064,1	1 589,6	49,4%
Нетто кредитный портфель	4 864,0	4 743,2	-2,5%
Средства ЦБ	0,0**	0,0**	-
Средства других банков	53,9	70,0	29,8%
Средства корпоративных клиентов	1 651,6	1 615,2	-2,2%
Средства частных клиентов	3 787,3	3 887,6	2,6%
Долговые ценные бумаги	170,7	197,7	15,8%
Прочие заемные средства	69,1	60,5	-12,5%
Субординированный долг	519,1**	514,5**	-0,9%
Собственный капитал	778,9	851,3	9,3%
Всего активов	7 105,1	7 300,9	2,8%
Ключевые показатели			
Рентабельность капитала (ROAE)***, %	3,2%	8,5%	
Рентабельность активов (ROAA)***, %	0,4%	1,0%	
Чистая процентная маржа (NIM), %	7,7%	7,3%	
Чистый процентный спред (NIS), %	7,3%	6,8%	
Расходы/Доходы, %	35,4%	36,9%	
Нетто кредитный портфель/Депозиты, %	89,4%	86,2%	
NPLs****/Кредиты, %	8,5%	8,9%	
Резервы/Кредиты, %	10,7%	11,7%	
Достаточность капитала I уровня (Tier I), %	11,5%	11,9%	
Достаточность капитала (TCAR), %	18,1%	18,9%	
Денежные средства/Активы, %	10,2%	7,3%	

Источник: данные банка, расчеты ГПБ

* изменение показателей ОПУ указано год к году; изменение балансовых показателей — к 31 декабря 2009 г.

** субординированный кредит в объеме 500,0 млрд руб., привлеченный Сбербанком от Центрального банка, отражен по строке «Субординированный долг», а не «Средства ЦБ»

*** в расчете ROAE и ROAA использовалась чистая прибыль за последние 12 месяцев

**** под NPLs понимаются кредиты с просрочкой платежей более 90 дней

Юрий Тулинов
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
08.06.2010	Оферта ВТБ-24 3 Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца	6 000
09.06.2010	Размещение Ханты-Мансийский Банк 02 Оферта Квадра 1 (ТГК-4) Возврат беззалоговых кредитов ЦБР Возврат средств с депозитов фонду ЖКХ	3 000 5 000 47 714 5 830
10.06.2010	Размещение Трансконтейнер-2 Погашение Еврокоммерц-2 Погашение Курганмашзавод Финанс 1 Погашение УЗПС-1 Погашение ФГУП ПО УОМЗ 1	3 000 3 000 2 000 1 500 1 000
11.06.2010	Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца Размещение Банком России ОБР 14 Погашение СБ Банк 2 Оферта Мастер Банк 3	1 000 000 1 000 1 200
15.06.2010	Погашение ОБР-12 Уплата страховых взносов в фонды Погашение ТрансКредитБанк 1	400 000 3 000
16.06.2010	Погашение Московский Кредитный Банк 3 Погашение ЧТПЗ-1 Возврат Минфину средств бюджета с депозитов Возврат средств с депозитов фонду ЖКХ Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	2 000 3 000 32 000 1 290 19 420
17.06.2010	Погашение ТГК-10 1 Оферта ВТБ Лизинг Финанс 3 Оферта ВТБ Лизинг Финанс 4 Оферта Москоммерцбанк 3 Оферта РСХБ-7 Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца	3 000 5 000 5 000 5 000 5 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
08.06.2010	МТС: финансовая отчетность по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
10.06.2010	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	2009 г.
11.06.2010	ММК: финансовая отчетность по МСФО	1-й кв. 2010 г.
июнь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
июль	ММК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
июль	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	1П10 г.
09.07.2010	Х5: операционные результаты	2-й кв. и 1П10
15.07.2010	Евраз: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
15.07.2010	НЛМК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	2-й кв. и 1П10 г.
01.09.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
06.09.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М2010 г.
01.12.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.

Источник: данные Компаний, Bloomberg, Reuters

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков
заемного капитала****Игорь Ешков**
начальник управления
+7 (495) 913 74 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и
продаж долговых
инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Елена Капица**
+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
Долговой рынок**Алексей Дёмкин, CFA****Яков Яковлев**
Юрий Тулинов
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Юлия Мельникова+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaliy.Zarkhin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Максим Малетин**
+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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

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