

# Ежедневный обзор долговых рынков от 24 сентября 2010 г.



## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>					
EUR/USD	1,331	▼	-0,7%	4,7%	-7,0%
USD/RUR	31,00	▼	-0,1%	0,8%	3,2%
Корзина валют/RUR	35,67	▼	-0,2%	3,4%	-0,8%
<b>Денежный рынок</b>					
Корсчета, млрд руб.	511,8	▲	62,1	-46,1	-322,3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	643,9	▼	-74,3	173,7	203,6
MOSPRIME o/n	2,7	▼	0,0	-0,1	-1,7
3M-MOSPRIME	3,8	■	0,0	0,0	-3,3
3M-LIBOR	0,29	■	0,0	0,0	0,0
<b>Долговой рынок</b>					
UST-2	0,42	▼	0,0	-0,1	-0,7
UST-10	2,55	▼	0,0	0,1	-1,3
Russia 30	4,37	▼	0,0	-0,1	-1,0
Russia 5Y CDS	167	▲	1,4	-11,9	-18,6
EMBI+	291	▲	1	-2,0	17
EMBI+ Russia	230	▼	-4	-8,0	42
Москва-48	7,97	▲	0,04	0,2	н/д
Газпром-11	7,09	▲	0,02	-0,1	-2,0
Газпром-13	5,90	▼	-0,02	-0,1	-2,9
<b>Товарный рынок</b>					
Urals, долл./барр.	76,63	▼	-0,7%	3,6%	-0,1%
Brent, долл./барр.	77,41	▼	-0,1%	4,4%	0,3%
<b>Фондовый рынок</b>					
FTC	1 477	▲	0,0%	4,8%	2,3%
Dow Jones	10 662	▼	-0,7%	6,8%	2,2%
Nikkei	9 573	▲	0,1%	7,5%	-9,2%

Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских евробондов.** Рынок российских еврооблигаций вчера продемонстрировал неожиданную силу. Несмотря на то, что динамика мировых фондовых индексов и других индикаторов указывала на невысокий аппетит инвесторов к риску, котировки «тридцатки» подросли примерно на 1/4 п. п. до 118,875%, наблюдался спрос на ликвидные корпоративные инструменты, в частности, на длинные бонды Газпрома и ТНК. В то же время спред по пятилетним российским CDS наоборот немного расширился до примерно 168 б. п.
- ▶ Хотя рамки по итогам заседания ФРС не состоялось, мы остаемся оптимистами относительно перспектив российского рынка еврооблигаций и рекомендуем использовать просадки цен (если таковые случатся) для покупок.
- ▶ **Рублевый долговой рынок.** На рублевом долговом рынке сохраняется кладбищенская стабильность, единственное движение – это, пожалуй, некоторый репрайсинг металлургических бумаг по итогам размещения ММК БО-3. В целом же инвесторы продолжают отслеживать динамику валютного рынка, где вчера корзина несколько сократилась вниз (до 35,66) под воздействием активизации продаж (предположительно экспортеров). Кроме того, «фактором X» остаются планы Минфина по отношению к рынку ОФЗ на четвертый квартал, которые, видимо, станут известны уже в ближайшее время.

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ **Изменения ситуации на денежном рынке не предвидится**

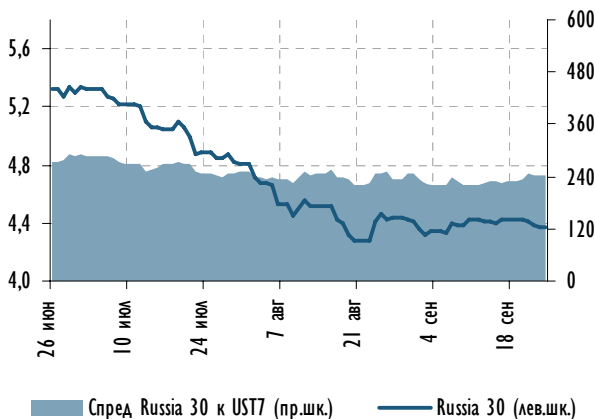
## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Промсвязьбанк (-/Ba2/B+)** публикует хорошую отчетность за 1П10 г. и делится оптимистичными ожиданиями относительно 2-й половины года
- ▶ **Холдинг Синергия (-/-/B)** делится неплохими результатами 1П10 г. по МСФО; отчетность может придать стимул размещению облигаций
- ▶ **ЛенСпецСМУ (B/-/-)** опубликовало отчетность по МСФО за 6 месяцев 2010 года

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США:** статистика по первичному рынку жилья за август, объему заказов на товары длительного пользования
- ▶ **Россия:** ФСК закрыла книгу заявок по размещению 3-х выпусков облигаций объемом 30 млрд руб.

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Статистика не способствует росту спроса на рискованные активы**

Прошедшие сутки завершились снижением большинства мировых фондовых индексов в среднем в пределах 0,5-1,0%. Ставка UST продолжает колебаться в районе 2,50–2,55%.

Вышедшая вчера американская статистика никак не способствовала росту. За прошедшую неделю Initial Claims подросли на 12 тыс. до 465 тыс. Августовские данные по продажам на вторичном рынке жилья показали рост до 4,13 млн. в годовом исчислении, однако этот показатель все равно второй минимальный результат за всю историю. Налоговые льготы на покупку жилья, похоже, перестают действовать, несмотря на то, что они были продлены до нынешнего месяца. Как тут не вспомнить мнение, что всевозможные льготы и бонусы, которые создает государство для того, чтобы население покупало квартиры/дома/машины и т.д. не создают новый спрос, а лишь сдвигают уже существующий из некоего не слишком отдаленного будущего в настоящее.

Между тем, бывший Глава ФРС Пол Волкер назвал нынешний американский ипотечный рынок «абсолютно сломанным», а судя по последним данным ФРС, кредитование продолжает стагнировать, а банки продолжают копить ликвидность на фоне сжимающихся балансов. В таких условиях скорое возобновление количественного смягчения действительно вероятно.

Павел Пикулев  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

**ОБР разместили по минимуму**

Вчерашний регулярный аукцион по размещению ОБР нельзя назвать успешным. ЦБ разместил бумаг на 617 млн руб. из 50 млрд руб. по номиналу. При этом средневзвешенная доходность к погашению составила 3,9%. Стоит отметить, что премия, которую дал ЦБ к ставке по 6-месячному NDF (около 3,60%) оказалась чуть меньше, чем обычные 40–50 б. п. Впрочем, на итоги аукциона это вряд ли оказало влияние. Общий объем спроса по номиналу составил скромные 1,88 млрд.

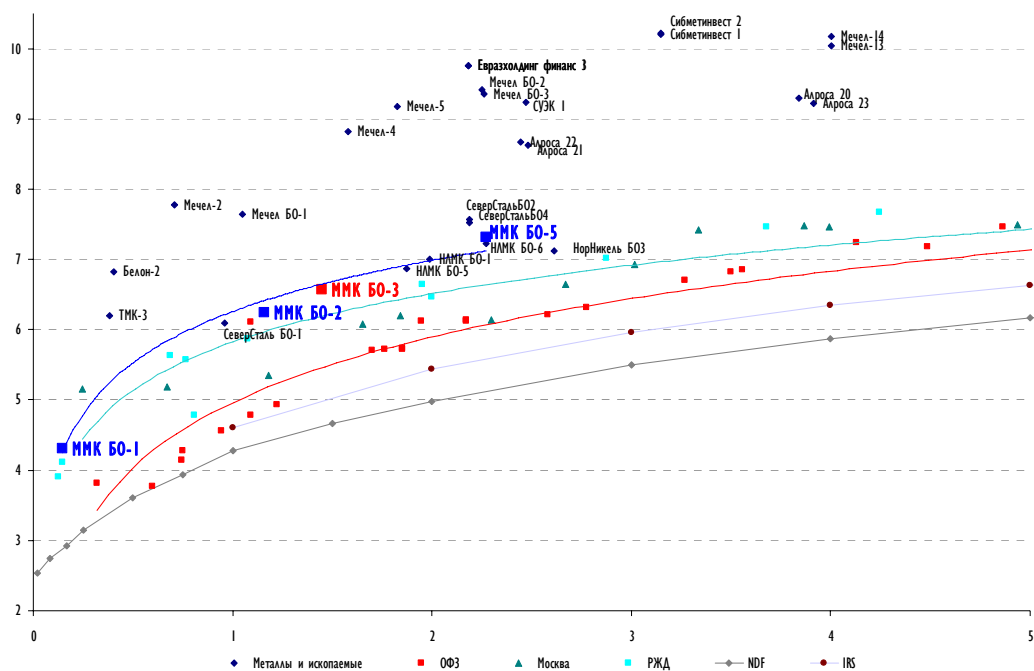
В нашем вчерашнем специальном комментарии мы писали про различия между рынками ОБР и ОФЗ, главные из которых – срочность, уровень риска и ликвидность. Здесь бы хотелось добавить еще один момент. Ставки по ОБР имеют регулятивную значимость с точки зрения денежно-кредитной политики. Если заменить ОБР краткосрочными инструментами Минфина, последний, руководствуясь интересами бюджета, может начать предлагать более интересную доходность, чем вчерашние 3,9%. Это может спровоцировать атаку на рубль со стороны керри-трейдеров и нарушить равновесие на внутреннем валютном рынке. Это еще один аргумент в пользу того, чтобы оставить контроль за краткосрочными государственными бумагами в руках ЦБ.

**Размещение ММК БО-3 спровоцировало репрайсинг в металлургических бондах**

Вчера завершилось размещение биржевых облигаций ММК третьей серии объемом 5 млрд руб. Ставка купона к полугодовой оферте составила 6,47% (УТР 6,57%). На момент размещения эта ставка была агрессивно низкой по сравнению с существующей кривой ММК, а также с сопоставимыми бондами НЛМК, Норникеля и Северстали. В результате доходность последних вчера снизилась в пределах 5–10 б. п.



## Кривая доходности металлургических компаний



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, сейчас бумаги ММК смотрятся довольно дорого по сравнению с облигациями НЛМК. В настоящее время среди бумаг «металлургов» по-прежнему наиболее интересно выглядит риск Евразхолдинга в лице выпусков Сибметинвест-1 Сибметинвест-2, однако эти бумаги, на наш взгляд, одни из наиболее чувствительных к рыночному риску среди облигаций сектора, поэтому, если вы настроены пессимистично по отношению к перспектива рынка в целом, то лучшим выбором будет НЛМК БО-1 или НЛМК БО-5.

### Первичный рынок остается активным

Активность на первичном рынке остается высокой. Вчера были закрыты книги заявок по облигациям ФСК 6,7,8 и 10 серии. Кроме того, о вторичном размещении облигаций 7-ой серии объявил Банк Русский Стандарт, а из сообщений Reuters стало известно, что новые выпуски зарегистрировали компании РусГидро (2 выпуска на 20 млрд руб.) и Х5 (15 млрд руб.).

Павел Пикулев  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

### Банк Русский Стандарт (В+/Ва3/В+) проводит вторичное размещение выпуска БРС-07

Вчера банк Русский Стандарт открыл книгу на вторичное размещение облигаций серии 07. Погашение бумаги состоится через год – 20 сентября 2011 г., купон до погашения установлен на уровне 7,5% годовых. Диапазон цены вторичного размещения составляет сейчас 100,3–99,9% от номинала, что соответствует доходности УТМ 7,32–7,77%. Закрытие книги должно состояться на неделе с 4 октября 2010 г.

Изначально объем выпуска составлял 5,0 млрд руб., в настоящее время, по нашим данным, в обращении находятся бумаги всего на 241,5 млн руб., при этом в ходе вторичного размещения организация хотела бы доразместить облигаций на 3,0 млрд руб. Учитывая текущие котировки чуть более длинного ЖКФ Банк-5 (УТР 7,3% @ октябрь 2011 г.), в первом рассмотрении размещение бумаги БРС-07 выглядело бы справедливым по доходности ближе к верхней границе указанного диапазона – с премией в 25–30 б. п. к выпуску ЖКФ Банка.

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

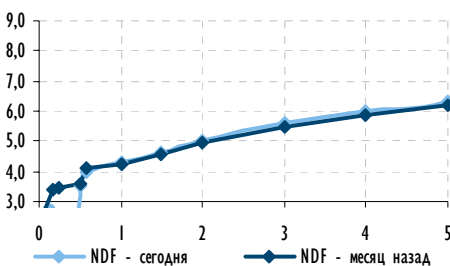
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Денежный рынок

## Изменения ситуации на денежном рынке не предвидится

Разброс котировок на привлечение средств на МБК на срок 0/п в четверг для банков первого круга составил 2,0–2,25%, а по отдельным банкам выставленная ставка достигала 2,5%. Однако индикатор по-прежнему колеблется на уровнях чуть ниже ставки ЦБ по депозитам на сопоставимый срок, что в целом указывает на отсутствие каких-либо проблем с рефинансированием на рынке. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровнях 2,35–2,85%, в связи с чем средневзвешенная ставка может остаться на уровнях четверга. Ставки коротких NDF также остаются достаточно стабильными. Трехмесячная вмененная доходность держится в районе 3,0–3,25%.

Вчерашнее доразмещение ОБР привлекло лишь символический спрос со стороны банков. Из предложенного объема в 50 млрд руб. спрос по номиналу составил менее 4,0%, а с учетом ставки отсека на уровне 3,9% фактически бумаги были проданы лишь на сумму 617 млн руб. Из двух аукционов ЦБ по привлечению депозитов заявки были поданы лишь на размещение средств на срок 4 недели (средневзвешенная ставки составила 2,91%, оказавшись почти на 30 б. п. ниже сопоставимой ставки МБК), в то время как трехмесячный аукцион был признан несостоявшимся.

Тем не менее объем чистой ликвидной позиции банков остается на весьма высоких уровнях. Сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ в четверг практически не изменилась и в совокупности с объемом вложений в ОБР превышает 1,97 трлн руб.

Поскольку следующая неделя начнется с уплаты оставшихся налогов в бюджет (акцизов и налога на прибыль), мы допускаем локальное повышение краткосрочных ставок заимствования на МБК. Однако учитывая значительный запас ликвидности на балансах банков, возникновение проблем с перечислением налоговых платежей крайне маловероятно.

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

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Холдинг Синергия**  
**S&P/Moody's/Fitch** (-/-B)

**Холдинг Синергия (-/-B) делится неплохими результатами 1П10 по МСФО; отчетность может придать стимул размещению облигаций**

**Новость:** Вчера холдинг Синергия опубликовал консолидированную финансовую отчетность за первые 6 месяцев 2010 года по МСФО. Из отдельных результатов компании можно выделить следующие:

- ▶ **Достаточно хорошая динамика показателей ОПУ.** В 1П10 г. Синергии удалось получить 8,9 млрд руб. выручки (+14,1% г/г) и 0,8 млрд руб. чистой прибыли (+55,5% г/г), при этом ее рентабельность по EBITDA составила в отчетном периоде 16,4% – на одном уровне с показателем прошлого года. Заметим, однако, что по сравнению со 2П09 г. рентабельность Синергии по EBITDA снизилась на 1,5 п. п.
- ▶ **Алкогольный сегмент демонстрирует сильные результаты.** За первые 6 месяцев 2010 года выручка алкогольного сегмента холдинга (до исключения внутригрупповых продаж) выросла на 19,9% г/г, при этом валовая маржа составила 36,6% (против 34,2% во 2П09 г. и 33,8% в 1П09 г.). Насколько мы понимаем, данный факт объясняется ускоренным ростом продаж более высокомаржинальных продуктов – суперпремиальной водки *Beluga* (в натуральном выражении +48% г/г) и субпремиальной водки «Мягков» (+16%) – по сравнению с продажами всего холдинга (+8%).
- ▶ **Показатели пищевого сегмента под давлением...** В 1-м полугодии выручка пищевого сегмента холдинга выросла лишь на 4,1% г/г, а валовая маржа в отчетном периоде составила 24,7% (против

26,4% во 2П09 г. и 36,0% в 1П09 г.). Как мы понимаем, данный феномен связан в том числе с резким рост цен на сырое молоко в начале года. Из других факторов, оказавших давление на маржу холдинга в отчетном периоде, можно выделить рост расходов на рекламу (0,8 млрд руб., т. е. +21,8% пг/пг и 2,8х г/г).

- ▶ **... равно как и операционные денежные потоки всего холдинга.** В 1-м полугодии масштабные акцизные выплаты вновь оказали давление на денежные потоки Синергии, позволив холдингу заработать лишь 41,2 млн руб. на операционной деятельности. Свободный денежный поток до финансирования оказался минимально отрицательным.
- ▶ **Лeverидж стабилен.** Величина совокупного долга Синергии за первые 6 месяцев 2010 года осталась неизменной – 6,3 млрд руб., при этом долговая нагрузка сохранилась на уровне 1,8х для соотношения Чистый долг/ЕБИТДА.

**Комментарий:** Финансовые результаты Синергии выглядят неплохо как с точки зрения функционирования бизнеса холдинга, так и применительно к его долговой нагрузке. Мы полагаем, что во 2-м полугодии давление на показатели пищевого сегмента сохранится, однако алкогольный сегмент должен остаться сильным – помогут в том числе продажи премиальной водки «Веда» (эксклюзивное соглашение подписано в июле 2010 года). Размещение биржевых облигаций серии БО-01 должно помочь холдингу удлинить кредитный портфель, а также высвободить из-под залога по обеспеченным кредитам часть его основных средств и запасов.

Отдельный комментарий, посвященный грядущему размещению облигаций Синергия БО-01, можно найти в нашем ежедневном обзоре долговых рынков от 20 сентября. Напомним, что ориентир купона составляет 10,0–10,5% (УТР 10,25–10,78% к ofercie через 2 года). Размещение бумаги по нижней границе (или на 10–15 б. п. ниже ее) на сегодняшний день выглядело бы для нас справедливым, а по более высокой доходности – сделало бы бумагу привлекательной для инвестирования.

#### Основные финансовые показатели холдинга Синергия по МСФО, млрд руб.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	1П10 г.	Изм.*
Выручка	11,4	16,7	18,1	8,9	14,1%
ЕБИТДА**	1,7	2,2	3,1	1,5	14,7%
Рентабельность по ЕБИТДА**, %	15,1%	13,0%	17,2%	16,4%	+0,0 п.п.
Чистая прибыль	0,9	1,3	1,1	0,8	55,5%
Чистый операционный денежный поток	-0,9	0,6	-1,2	0,0	-85,1%
Капитальные вложения	-0,5	-0,6	-0,2	-0,1	308,0%
Свободный денежный поток до финансирования	-3,8	-1,4	-1,4	0,0	-115,2%
Всего активов	14,6	19,5	20,5	20,5	-0,1%
Доля нематериальных активов и гудвилла, %	20,7%	25,6%	26,6%	26,5%	-0,1 п.п.
Собственный капитал	7,1	8,3	10,4	11,3	8,4%
Совокупный долг, в том числе	3,7	7,1	6,2	6,3	1,5%
Доля краткосрочного долга, %	37,4%	86,4%	58,3%	40,6%	-17,7 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	0,4	0,9	0,7	0,5	-32,6%
<b>Показатели</b>					
Долг/Собственный капитал, х	0,5	0,9	0,6	0,6	
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	3,8	3,9	2,8	4,0	
Чистый долг/ЕБИТДА***, х	1,9	2,9	1,8	1,8	
Долг/Свободный денежный поток до финансирования***, х	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.	

\* изменения балансовых показателей – к началу года, изменения прочих показателей – год к году

\*\* при расчете ЕБИТДА мы исключаем величину прочих доходов и расходов

\*\*\* используется значение показателей за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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



## ЛенСпецСМУ опубликовало отчетность по МСФО за 6 мес 2010 г.

По итогам 6 месяцев 2010 года:

ЛенСпецСМУ  
S&P/Moody's/Fitch (B/-/-)

- ▶ активы Группы ЛенСпецСМУ составили 31,3 млрд руб. (-8,4% к 31.12.2009 – 34,2 млрд руб.). Снижение активов и «Авансов клиентов, полученных по основной деятельности» объясняется признанием выручки по методу полного завершения по объектам, введенным в эксплуатацию в 2009 г. (324 тыс. кв. м) и в I-м полугодии 2010 г. (61 тыс. кв. м);
- ▶ финансовый долг (кредиты и займы) сократился на 11,7% – с 6,1 млрд руб. по состоянию на 31.12.2009 до 5,4 млрд руб. по состоянию на 30.06.2010 г.; отметим улучшение структуры долга по срокам – доля краткосрочного долга сократилась до 28,9%;
- ▶ чистый финансовый долг (кредиты и займы за вычетом депозитов, денежных средств и их эквивалентов) за тот же период сократился на 0,9%;
- ▶ собственные средства за полгода увеличились на 38,8% – с 6,4 млрд руб. до 8,9 млрд руб., при этом размер капитала Группы компаний (с учетом доли меньшинства) достиг 10,0 млрд руб.;
- ▶ выручка за 6 месяцев 2010 г. составила 8,6 млрд руб. (-10,8% к I-му полугодью 2009 года), при этом валовая прибыль практически не изменилась (разница составила менее 1%);
- ▶ EBITDA сократилась на 5,1% (3,6 млрд руб. в I-м полугодии 2010 г. против 3,8 млрд руб. в I-м полугодии 2009 г.).

За 6 месяцев 2010 года финансовый долг Группы ЛенСпецСМУ сократился на 11,7% (с 6,1 млрд руб. до 5,4 млрд руб.), при этом отношение финансового долга к собственным средствам снизилось с 0,81 до 0,54. Доля собственных средств в общей стоимости активов Группы за тот же период увеличилась с 18,8% до 28,5%.

Положительную динамику продемонстрировали также показатели рентабельности по EBITDA (42,9% в I-м полугодии 2010 года против 39,5% в I-м полугодии 2009 года). При этом обратим внимание на то, что операционный денежный поток снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года почти на 70% до 146 млн руб., компании не было достаточно этого уровня для выплаты процентов по кредитам (392 млн руб.). Немного эту проблему сгладил положительный денежный поток от инвестиционной деятельности (+187 млн руб.), а также значительный запас денежных средств на балансе компании, которые на начало года составили 2,1 млрд руб., на середину года – 1,5 млрд руб.

«Чистый долг/EBITDA» по итогам полугодия оценивается примерно на уровне 0,66x, что соответствует уровню начала года. Соотношение «EBITDA/Процентные расходы» по нашим оценкам составило 9,2x.

В целом мы считаем результаты деятельности нейтральными для облигационных выпусков компании. Возможным сигналом для сужения спреда должно стать получение подтверждений о росте продаж. В текущих условиях нам больше нравится размещаемый выпуск Синергии (см. комментарий).

## Основные финансовые показатели ЛенСпецСМУ по МСФО, тыс руб.

	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка	13 023 577	18 169 818	8 557 867	9 593 341	-10,8%
EBITDA	3 790 973	6 064 576	3 598 983	3 791 131	-5,1%
EBITDA margin, %	29,1%	33,4%	42,1%	39,5%	2,5 п.п.
Операционный денежный поток	2 085 226	2 944 358	146 170	482 005	-69,7%
Капитальные вложения	371 723	325 087	29 418	87 384	-66,3%
Свободный денежный поток до финансирования	1 046 768	2 869 584	333 327	-27 214	
Всего активов	36 055 120	34 226 826	31 337 272	34 205 149	-8,4%
Собственный капитал	3 883 731	7 460 026	9 999 096	6 042 291	65,5%
Совокупный долг, в том числе	6 619 439	6 078 828	5 365 415	6 440 086	-16,7%
Доля краткосрочного долга, %	55,6%	56,0%	28,9%	75,1%	-46,2п.п.



Денежные средства и эквиваленты	134 832	2 157 755	1 480 234	160 342	823,2%
<b>Показатели</b>					
Долг/Собственный капитал, х	1,70	0,81	0,54	1,07	-49,7%
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	6,6	7,5	9,2	9,1	0,6%
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,71	0,65	0,66		
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	6,32	2,12	16,10	отриц.	-

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 10Промсвязьбанк  
S&P/Moody's/Fitch

(-/Ba2/B+)

## Финансовый сектор

Промсвязьбанк публикует хорошую отчетность за 1П10 и делится оптимистичными ожиданиями относительно 2-й половины года

**Новость:** Вчера Промсвязьбанк (ПСБ) представил консолидированную финансовую отчетность за первые 6 месяцев 2010 года по международным стандартам. Из отдельных результатов банка в отчетном периоде хотелось бы выделить следующие:

- ▶ **Возвращение к прибыльности.** За 1П10 ПСБ получил 0,6 млрд руб. чистой прибыли (по итогам 1П09 и 2П09 банк демонстрировал убытки). На фоне просевшей на 21,1% г/г величины чистых процентных доходов ключевым драйвером роста показателя стали резко сократившиеся отчисления в резервы (5,2 млрд руб. за полугодие, что соответствует, по нашим подсчетам, достаточно низкой стоимости риска в 3,3%).
- ▶ **Резко «ужавшиеся» показатели маржи.** По итогам отчетного периода чистая процентная маржа ПСБ составила, по нашим подсчетам, всего 4,4% (против 6,4% во 2П09 и 6,9% в 1П09). Сам банк связывает данный феномен со слабым значением показателя в 1-м квартале года (4,1%, по расчетам ПСБ), отмечая при этом, что уже во 2-м квартале оно оказалось выше (5,2%). Более того, ПСБ ожидает, что во 2-м полугодии данный тренд сохранится.
- ▶ **Запасы ликвидности «распечатаны».** За первые 6 месяцев 2010 года ПСБ существенно сократил «подушку» денежных средств и эквивалентов (-51,0 млрд руб. за 2-й квартал и -73,7 млрд руб. за все полугодие), используя имеющиеся средства на наращивание процентных активов (главным образом, кредитного портфеля) и погашение процентных пассивов (межбанковских ресурсов, средств клиентов, публичных заимствований). В том числе с данной политикой банк связывает ожидания дальнейшего восстановления чистой процентной маржи во 2-й половине года.
- ▶ **Кредитный портфель продолжает расти.** Во 2-м квартале 2010 года величина портфеля кредитов ПСБ (gross) выросла, по нашим подсчетам, на 5,3% (прирост +2,2% за первые 3 месяца года). Восстановление затронуло главным образом корпоративное кредитование (+10,4% за 1П10), в то время как розничный портфель продолжил проседать (до конца 1-го полугодия банк не вернулся к отдельным видам кредитования физлиц).
- ▶ Всего по 2010 году ПСБ ожидает увидеть рост корпоративного кредитного портфеля на уровне 15,0%. Качество портфеля стабилизировалось на уровне 13,0% невозвратных кредитов (NPL – с просрочкой платежа свыше 90 дней) и в дальнейшем, по ожиданиям руководства банка, будет лишь улучшаться.

**Комментарий:** Результаты, продемонстрированные ПСБ в 1П10, выглядят для нас более позитивно, чем последние отчетности организации.

Впрочем, хотелось бы отметить, что восстановление маржи ПСБ, по нашему мнению, должно идти умеренными темпами. В настоящее время организация активно кредитует корпоративных заемщиков, ставки по кредитам для которых ниже, а в рознице банк, скорее всего, сохранит достаточно высокую степень аккуратности (учитывая хотя бы тот факт, что на 30 июня 2010 года кредиты с просрочкой платежей свыше 90

дней составляли 40,9% (!) его розничного портфеля). В 1-м полугодии 2010 г. средняя доходность кредитных операций банка снизилась, по нашим подсчетам, до 13,4% (против 16,0% в 2П09 и 16,3% в 1П09), более того, пока данный уровень не выглядит для нас предельным.

Из долговых инструментов Промсвязьбанка наиболее интересно с точки зрения относительной стоимости выглядят субординированные PSB 12 (YTM 6,9% @ май 2012 г.), предлагающие премию чуть менее 200 б. п. к старшему Alfa-Bank 12 (YTM 5,0% @ июнь 2012 г.), а также PSB15 (YTM 10,0% @ май 2015 г.) и PSB16 (YTM 10,1% @ июль 2016 г.), дающие около 300 б. п. спреда к старшему Alfa-Bank 15 (YTM 7,1% @ март 2015 г.).

#### Основные финансовые показатели Промсвязьбанка по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П10	Изм.*
Чистые процентные доходы	12,1	22,0	25,6	10,1	-21,1%
Чистые комиссионные доходы	2,4	4,7	5,6	2,7	-7,5%
Операционная прибыль	15,6	28,2	34,1	13,3	-22,5%
Операционные расходы	-8,0	-12,4	-13,3	-7,1	6,7%
Резервы	-2,6	-13,2	-20,8	-5,2	-51,8%
Чистая прибыль (убыток)	3,7	1,6	-0,6	0,6	-246,3%
Денежные средства и эквиваленты	38,1	105,7	108,3	34,6	-68,0%
Ценные бумаги	25,9	23,4	49,0	49,3	0,6%
Нетто кредитный портфель	208,4	300,4	266,4	286,5	7,6%
Средства ЦБ	0,0	51,5	5,9	1,8	-68,5%
Средства других банков	50,7	59,7	58,9	47,0	-20,3%
Средства корпоративных клиентов	105,6	176,2	193,5	177,9	-8,1%
Средства частных клиентов	35,4	53,4	96,0	103,6	7,9%
Долговые ценные бумаги	37,7	39,4	43,7	31,6	-27,5%
Субординированный долг	9,6	12,6	17,7	15,8	-11,1%
Прочие заимствования	22,0	24,0	13,8	12,1	-12,1%
Собственный капитал	27,7	40,0	38,2	42,5	11,2%
Всего активов	293,2	461,8	471,2	436,2	-7,4%
<b>Ключевые показатели</b>					
Рентабельность капитала (ROAE), %	-	4,6%	-1,6%	2,8%	
Рентабельность активов (ROAA), %	-	0,4%	-0,1%	0,2%	
Стоимость риска, %	-	12,4%	6,7%	3,3%	
Чистая процентная маржа (NIM), %	-	6,7%	6,2%	4,4%	
Чистый процентный спред (NIS), %	-	6,9%	6,3%	4,1%	
Доходы/Расходы, %	51,3%	43,8%	39,0%	53,7%	
NPL**/Кредиты, %	0,7%	2,8%	13,1%	13,0%	
Резервы/Кредиты, %	2,4%	5,8%	12,7%	12,8%	
Достаточность капитала (TCAR) по Базелю, %	13,5%	13,1%	14,3%	14,0%	
Денежные средства/Активы, %	13,0%	22,9%	23,0%	7,9%	

\* изменения балансовых показателей — к концу 2009 года, изменения показателей ОПУ — в годовом сопоставлении

\*\* кредиты с просрочкой платежей свыше 90 дней для 1П10, свыше 60 дней — для прочих отчетностей

Источник: данные банка, расчеты Газпромбанка

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



## Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.09.2010	Размещение <b>Татнефть БО-1</b>	5 000
	Размещение <b>ТКС Банк БО-1</b>	1 600
27.09.2010	Уплата акцизов, НДС	
	Размещение <b>Банк Санкт-Петербург БО-2</b>	5 000
28.09.2010	Уплата налога на прибыль	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Оферта <b>Банк Русский стандарт-7</b>	5 000
	Оферта <b>Гражданские самолеты Сухого-1</b>	5 000
	Размещение <b>ФСК ЕЭС-6</b>	10 000
	Размещение <b>ФСК ЕЭС-8</b>	10 000
	Размещение <b>ФСК ЕЭС-10</b>	10 000
29.09.2010	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	15 000
	Оферта <b>Жилсоципотека-Финанс-3</b>	1 500
	Оферта <b>Метрострой Инвест-1</b>	1 500
	Размещение <b>ТехноНИКОЛЬ Финанс БО-3</b>	2 000
30.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта <b>Ай-ТЕКО-2</b>	630
	Оферта <b>НОК-2</b>	400
	Размещение <b>Ситроникс БО-2</b>	3 000
	Оферта <b>НОК-2</b>	400
07.10.2010	Размещение <b>Синергия БО-1</b>	3 000

Источник: Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
28.09.2010*	<b>Татнефть:</b> финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>ММК:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>Мечел:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>НорНикель:</b> финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	<b>НорНикель:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
10.10.2010*	<b>Газпром:</b> финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
11.10.2010	<b>Х5:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	<b>Евраз:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	<b>НЛМК:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
24.10.2010*	<b>ТНК-ВР Intl:</b> пресс-релиз об основных показателях финансовой отчетности	3-й кв. 2010 г.
конец октября	<b>ТГК-1:</b> операционные результаты	9М10 г.
12.11.2010	<b>НОВАТЭК:</b> финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
16.11.2010	<b>Северсталь:</b> финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
28.11.2010*	<b>Лукойл:</b> финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	<b>Х5:</b> аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, СГА**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихахмедов**  
+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+ 7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+ 7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82**Себастьян де Принсак****Роберто Пеццименти**

#### Трејдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### 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 Шалшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Трејдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

### Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПТБ (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 ПТБ (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 ПТБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПТБ (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.