

Ежедневный обзор долговых рынков от 18 мая 2011 г.

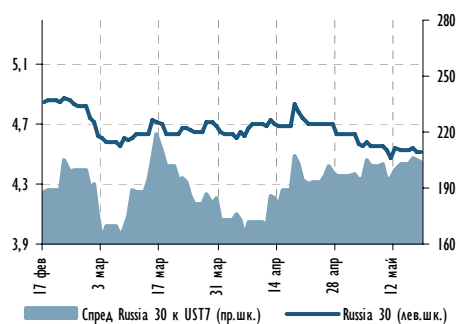


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,424	▲ 0,6%	6,4%	
USD/RUB	28,21	▲ 0,5%	-7,6%	
Корзина валют/RUB	33,57	▲ 0,5%	-4,5%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	728,7	▼ -0,4	-159,6	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	382,1	▼ -15,2	-187,4	
MOSPRIME o/n	3,5	■ 0,0	1,8	
3M-MOSPRIME	4,1	▼ 0,0	0,0	
3M-LIBOR	0,26	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,52	■ 0,0	-0,1	
UST-10	3,12	▼ 0,0	-0,2	
Russia 30	4,51	▼ 0,0	-0,3	
Russia 5Y CDS	135	▼ 0,0	-11,0	
EMBI+	282	▲ 2	34	
EMBI+ Russia	190	▼ -1	-9	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	107,56	▼ -0,3%	16,8%	
Золото, долл./унц.	1486,8	▼ -0,2%	4,6%	
Фондовый рынок				
ТСX	1 829	▼ -0,9%	3,3%	
Dow Jones	12 480	▼ -0,5%	7,8%	
Nikkei	9 567	▲ 0,1%	-6,5%	

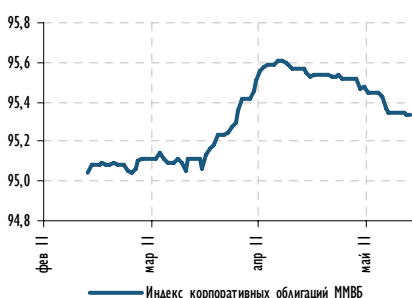
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► Рынок российских еврооблигаций в последние дни кажется очень тонким, крупных сделок не видно, и вся волатильность проходит на низких объемах. Однако в целом рынок по-прежнему настроен оптимистично, особенно в сегменте корпоративных бондов первого-второго эшелона.

► «Тридцатка» при этом остается практически на месте – в районе 117,50%, что удивительно с учетом оптимизма в корпоративных бумагах и снижения доходности Treasuries. Быть может, ее используют как хедж для позиций в корпоративных бумагах. Если так, то хедж, на наш взгляд, не самый лучший. На падении рынка государственные бонды обычно ведут себя гораздо устойчивее корпоративных.

► Тем не менее, судя по сегодняшней динамике фондовых индексов (см. Темы глобального рынка), коррекция в очередной раз откладывается.

► **Рублевый долговой рынок.** Настроения на рублевом долговом рынке вчера немного улучшились, особенно в сегменте ОФЗ, после того, как ориентиры Минфина по размещаемому сегодня выпуску ОФЗ25076 оказались весьма агрессивными (см. Темы российского рынка). В корпоративных бумагах царит полнейшая безыдейность, ценовой тренд отсутствует.

► Офшорные ставки также стабильны. Годовой NDF/XCCY с начала недели держится в районе 4,70%, 5-летний – около 6,40–6,50%. На наш взгляд, с учетом вероятности ухудшения ситуации с банковской ликвидностью в ближайшее время, эти ставки могут пойти еще выше.

► Курс рубля сегодня с утра проигнорировал рост фондовых фьючерсов и некоторое восстановление цен на нефть и остался в районе вчерашних минимумов (33,34 RUB/Bkt). Интересно, все-таки снизил или не снизил ЦБ в конечном итоге объем целевых валютных интервенций?

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Настроения изменились к лучшему, риски сохраняются
- Доходность UST обновляет минимумы

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Первичный рынок еврооблигаций активизировался
- Минфин продемонстрировал, что деньги ему не нужны

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- До конца недели значимых изменений не ожидается

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- РЖД (BBB/Baa1/BBB): отчетность по РСБУ за 1К11. Долговая нагрузка продолжила снижаться
- Евраз (B+/B1/BB-): выборочные финансовые показатели за 1К11 – нейтрально для котировок
- Северсталь (BB-/Ba3/B+): сильные результаты по МСФО за 1К11 – нейтрально для котировок
- МДМ Банк (B+/Ba2/BB): по-прежнему в поисках точек роста (отчетность за 2010 г. по МСФО)

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Публикация стенограммы заседания ФРС
- Размещение ОФЗ 25076



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Настроения изменились к лучшему, риски сохраняются

Несмотря на то, что вчера в европейскую торговую сессию на глобальных рынках доминировали негативные настроения, по итогам прошедших суток нельзя не отметить существенный рост благосклонности инвесторов по отношению к рисковым активам.

Европейские фондовые индексы завершили торги падением в среднем в пределах 1–1,5%, также под давлением оставались и товарные рынки, в частности цены на нефть, однако американские индексы уже завершили день без тренда, а азиатские рынки и фьючерсы сегодня с утра и вовсе уверенно находились в зеленой зоне. Намечился разворот наверх и на рынке нефти, а также в динамике курса европейской валюты.

Очень похоже, что глобальные рынки как минимум созрели для хорошей коррекции наверх после периода «отказа от рисков». Вероятно, это поддержит сегодня российские активы, прежде всего, курс рубля и акции. Скорее всего, в очередной раз откладывается и коррекция в корпоративных евробондах, которые по-прежнему, на наш взгляд, выглядят исключительно дорогими по сравнению с суверенными бумагами.

Тем не менее мы все еще испытываем некоторые сомнения в том, что период бегства в качество окончательно завершен. Основные наши опасения сейчас связаны не только с европейским кризисом, но и с тем, что QE заканчивается и приток долларовой ликвидности в финансовую систему скоро прекратится.

Доходность UST обновляет минимумы

Стоит обратить внимание, что вчерашняя порция американской экономической статистики (housing starts – падение на 10,6% м/м; рост промпроизводства – 0%), оказалась не просто слабее ожиданий, а откровенно слабой. Конечно, в значительной степени слабость данных по промпроизводству объясняется дефицитом автокомплекующих из-за стихийного бедствия в Японии, однако даже с учетом этого представляется, что ожидания инвесторов относительно темпов экономического роста США во втором полугодии несколько завышены.

На этом фоне ставка UST10 обновила минимумы с декабря прошлого года, и на сегодняшнее утро составляет 3,12%. На наш взгляд, вероятно дальнейшее снижение доходности Treasuries: насколько мы понимаем, на рынке все еще много открытых «шортов» по Treasuries.

Влияние слабой статистики на динамику рискованных активов неоднозначно. На наш взгляд, слабая статистика негативно будет сказываться на аппетите к риску до тех пор, пока не испортится настолько, что вынудит ФРС перейти к QE-3. Пока вероятность такого сценария руководством ФРС оценивается, как крайне невысокая.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Первичный рынок еврооблигаций активизировался

После периода затишья эмитенты возвращаются на первичный рынок внешнего долга. Вчера стало известно, что РСХБ собирается разместить субординированный выпуск в долларах США (роуд-шоу начинается сегодня), деталей пока нет. Кроме того, вчера началось роуд-шоу по еврооблигациям ВЭБ-Лизинг (см. наш ежедневный обзор от 12 и 13 мая).

Напомним: на наш взгляд, бонды ВЭБ-Лизинг должны давать премию к основной кривой ВЭБа в районе 60–75 б. п. Премию за субординацию для РСХБ мы оцениваем примерно в 75 б. п. Подробнее об этих выпусках мы напишем, когда станут известны детали.

Минфин продемонстрировал, что деньги ему не нужны

Ориентиры по запланированному на сегодня выпуску ОФЗ25076 (6,50–6,60%), которые Минфин объявил вчера, оказались даже более агрессивными, чем обычно, и это несмотря на не слишком устойчивую рыночную конъюнктуру. Буквально накануне объявления ориентиров в биржевом «стакане» можно было увидеть крупные офера по доходности 6,60%, после объявления ориентиров рыночные ставки ушли ниже.

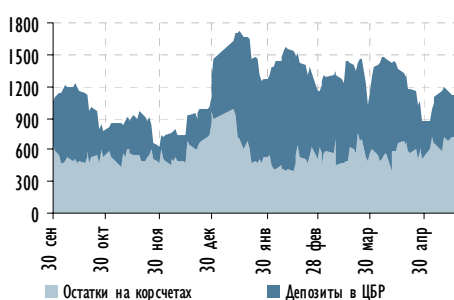
Подобные ориентиры, на наш взгляд, указывают на то, что Минфин сейчас не испытывает серьезной потребности в деньгах и более всего заинтересован в стабильности кривой.

Еще вчера перспективы аукциона казались нам сомнительными, однако в свете улучшения конъюнктуры глобального рынка, не исключено, что на бумагу найдется достаточно спроса.

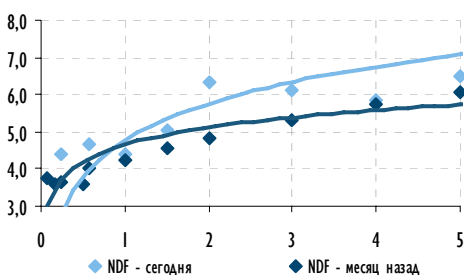
Тем не менее покупка ОФЗ в преддверии очередного обострения ситуации с банковской ликвидностью все равно не кажется нам привлекательной идеей.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР

Источник: Bloomberg

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

Источник: Bloomberg

До конца недели значимых изменений не ожидается

Ситуация с ликвидностью на российском денежном рынке во вторник практически не изменилась. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на утро среды составила 1,12 трлн руб. (+9,1 млрд руб.), а стоимость заимствования на рынке МБК колебалась в диапазоне 2,75–3,50% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга). Сегодня ликвидность на банковских балансах пополнится на 16,3 млрд руб., привлеченные вчера в рамках депозитного аукциона Минфина. Спрос на бюджетные средства оказался не слишком высоким, несмотря на довольно высокую потребность банков в ликвидности и в целом привлекательные условия финансирования (средства размещались на срок до 14 декабря под ставку 4,45%).

Сегодня состоится аукцион по продаже ОФЗ25076 на сумму 20 млрд руб. Бумаги этого же выпуска размещались и неделю назад. Тогда спрос на инструмент оказался довольно высоким (почти 100% от номинала), несмотря на ограниченную ликвидность банковского сектора. Отметим, однако, что успех сегодняшнего аукциона неочевиден: ликвидности стало еще меньше, а ориентир доходности еще ниже, чем неделю назад (на уровне 6,5–6,6%).

Существенных изменений конъюнктуры денежного рынка до конца текущей недели мы не ожидаем. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 3,0–3,5% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга), что соответствует уровням при достаточном объеме или даже избытке ликвидности на балансах (для сравнения: доходность однодневных депозитов в ЦБ составляет 3,25%). При этом задолженность банков перед ЦБ по различным инструментам рефинансирования остается весьма невысокой: сумма требований по обеспеченным кредитам не превышает 2,5 млрд руб., а задолженность по операциям РЕПО и вовсе отсутствует.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

РЖД
S&P/Moody's/Fitch BVB/Baa1/BVB

РЖД: отчетность по РСБУ за 1К11. Долговая нагрузка продолжила снижаться

Новость: На этой неделе ОАО «РЖД» опубликовало отчетность за 1К11 по РСБУ, которая может служить оценкой для отчетности по МСФО в части выручки EBITDA, доля которых в консолидированных показателях составляла порядка 85–95%. Доля индивидуального долга в консолидированном долге оценивалась нами на уровне 75%. Консолидированная отчетность по МСФО по итогам 2011 г. ожидается в 3К11.

В 1К11 на финансовых показателях положительно сказался рост деловой активности в стране, в результате грузооборот вырос на 9% (г/г), погрузка – на 5%.

В 1К10 г. выручка ОАО «РЖД» выросла на 15,2% к уровню 1К10, рост показателя EBITDA оценивается нами на уровне 19,9% или 90,5 млрд руб. Напомним, что основным источником роста выручки являются грузовые перевозки (около 78% выручки в 2010 г.). Величина долга с начала года выросла на 1% до 307,4 млрд руб., величина чистого долга осталась практически без изменений – 298 млрд руб.

По итогам 1К11 показатели долговой нагрузки по сравнению с концом 2010 г. незначительно улучшились: показатель «Чистый долг/EBITDA» оценивается нами на уровне 1,0х.

В целом отчетность нейтральна для рублевых выпусков железнодорожной монополии, которые котируются с премией 40–50 б. п. к суверенной кривой доходности.

Основные финансовые показатели ОАО «РЖД», млрд руб., РСБУ

	2007	2008	2009	2010	1К11	1К10	г/г
Выручка	975,6	1 101,7	1 050,2	1 195,1	323,0	280,4	15,2%
EBITDA	235,5	244,0	234,7	292,7	90,5	75,5	19,9%
Рентабельность по EBITDA	24,1%	22,1%	22,3%	24,5%	28,0%	26,9%	+1,1 п. п.
Всего активов	3 171,2	3 502,0	3 675,3	3 823,7	3 863,8	3 642,3	6,1%
Собственный капитал	2 885,5	2 946,0	2 971,9	3 183,3	3 252,1	3 070,0	5,9%
Совокупный долг, в том числе	79,0	297,6	327,4	304,1	307,4	319,5	-3,8%
доля краткосрочного долга	47,6%	56,1%	9,3%	14,1%	11,5%	11,2%	-0,3 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	3,5	25,1	6,4	6,9	9,0	9,8	-8,0%
Ключевые показатели							
Долг/Собственный капитал, х	0,03	0,10	0,11	0,10	0,09	0,10	–
EBITDA/Процентные расходы, х	61,71	22,72	12,73	14,52	21,85	15,40	–
Чистый долг/EBITDA, х	0,32	1,12	1,37	1,02	0,97	1,20	–

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

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

Евраз
S&P/Moody's/Fitch B+/B1/BB-

Евраз: выборочные финансовые показатели за 1К11 – нейтрально для котировок

Новость: Евраз опубликовал выборочные финансовые показатели за 1К11 (полная отчетность публикуется компанией на полугодовой основе).

Несмотря на традиционный для первого квартала спад продаж металлопродукции (на 6% кв/кв до 3,9 млн т) из-за снижения спроса со стороны строительной отрасли в зимние месяцы, выручка Евраз выросла на 6% к уровню предыдущего квартала до 3 894 млн долл., EBITDA увеличилась почти на 30% до 740 млн долл., рентабельность по EBITDA прибавила 3 п. п., достигнув 19%. Улучшение показателей стало следствием довольно благоприятной ценовой конъюнктуры на глобальном и внутреннем рынке стали. При этом EBITDA включает штраф в размере 16 млн долл., относящийся к деятельности украинских предприятий в 2008 г. Без его учета EBITDA составила бы 756 млн долл., что находится примерно посередине прогнозного диапазона, озвученного компанией в апреле. Рост EBITDA к уровню предыдущего квартала составил около 30%.

В 2К11 сталеплавильные мощности Евраза продолжают работать с полной загрузкой. По сообщению компании, «цены на российском и международном рынках, продемонстрировавшие уверенный рост в начале года, несколько снизились во втором квартале; тем не менее мы ожидаем, что средняя цена второго квартала будет немного выше цены первого квартала». По прогнозу Евраза, EBITDA в 2К11 может составить 750–825 млн долл. По итогам 1П11 EBITDA ожидается на уровне 1 506–1 581 млн долл. на фоне консенсуса на 2011 год на уровне 3 592 млн долл.

Совокупный долг Евраза в 1К11 практически не изменился по сравнению с уровнем 31 декабря 2010 г., составив 7,809 млн долл. (в том числе 713 млн долл. – краткосрочные займы). При этом благодаря росту EBITDA в относительном выражении («Чистый долг/EBITDA» за 12М) долговая нагрузка сократилась до 2,7х. По итогам 2011 г., по нашим оценкам, соотношение «Долг/EBITDA» может опуститься в район 2,3х (исходя из среднего значения диапазона по годовой EBITDA, озвученного ранее менеджментом – 3–3,6 млрд долл.) по сравнению с 3х на конец 1К11.

Комментарий: В целом результаты выглядят довольно позитивно, хотя во многом они были ожидаемы рынком и, на наш взгляд, не должны оказать существенного влияния на котировки торгуемых выпусков Евраза на рублевом и валютном рынках. Спред длинного выпуска Evraz 18 к Severstal 17 в апреле – мае заметно расширился и сейчас составляет около 50 б. п. В то же время расширение спреда отражает заметное снижение леввериджа Северстали по итогам 2010 г. по сравнению с Евразом (см. наш комментарий по отчетности компании в сегодняшнем Обзоре долговых рынков).

Стоит отметить, что в среднесрочной перспективе поддержку котировкам бумаг Евраза могут оказать позитивные рейтинговые действия: мы ожидаем, что S&P и Moody's последуют примеру Fitch и вернут рейтинги компании в категорию «Double B».

Евраз: выборочные операционные и финансовые показатели за 1К11, млн долл.

	1К11	4К10	кв/кв	1К10	г/г
Продажи металлопродукции, млн т	3,9	4,1	-6%	3,9	0%
Выручка	3 894	3 665	6%	2 970	31%
EBITDA	740	584	27%	424	75%
Рентабельность по EBITDA	19%	16%	-3 п. п.	14%	5 п. п.
Долг	7 809	7 811	0%	7 953	-2%
Чистый долг/EBITDA, х	2,7	3,0	–	4,2	–

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

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

Северсталь: сильные результаты по МСФО за 1К11 – нейтрально для котировок

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch BB-/Ba3/B+

Новость: Северсталь вчера представила свои результаты за 1К11 по МСФО, показавшие рост рентабельности на фоне подорожания стали, золота и сырья. Норма прибыли EBITDA выросла до максимального значения с 3К08. При этом с точки зрения долговой нагрузки цифры за 1К11 не добавили ничего нового: кредитные метрики Северстали остаются на вполне комфортных уровнях, в том числе благодаря деконсолидации ряда американских активов. На наш взгляд, результаты вряд ли могут оказать влияние на котировки торгуемых еврообондов и рублевых выпусков Северстали, которые на текущих уровнях доходности выглядят довольно дорого. Наши основные выводы из отчетности представлены ниже:

- ▶ Несмотря на традиционное для зимних месяцев снижение производства стали в России (на 6% кв/кв), выручка Северстали в 1К11 практически не изменилась по сравнению с уровнем 4К10. При этом по сравнению с результатами 1К10 показатель вырос на 36%. Ключевым фактором, оказавшим поддержку денежным потокам, стал заметный рост цен на сталь, сырье (железная руда, уголь) и золото: средняя цена реализации металлопродукции в России выросла на 13% к уровню предыдущего квартала, в США – на 14,5%. При этом, североамериканский сегмент (после деконсолидации ряда активов представлен двумя наиболее эффективными заводами – Dearborn и

Columbus) в 1К11 оперировал практически с полной загрузкой мощностей благодаря росту спроса – объемы продаж выросли на 8,7% к уровню 4К10, а выручка – почти на 25%.

- ▶ Благоприятная ценовая конъюнктура позволила компании улучшить рентабельность бизнеса с 24% в 4К10 до 25% в 1К11 (на уровне EBITDA), что является лучшим показателем с 3К08 (правда, необходимо учитывать, что показатели 1К11 отражают позитивный эффект от деконсолидации активов в США). Норма прибыли российского сегмента бизнеса выросла с 16% до 18%, в том числе благодаря улучшениям в структуре продаж (рост доли продукции с высокой добавленной стоимостью).
- ▶ Северсталь в 1К11 изменила форму посегментной разбивки отчетности, выделив золотодобывающий бизнес в отдельный блок: рентабельность по EBITDA в 1К11 составила 55% (в 4К10 – 49%), рентабельность в сегменте «Стальные Ресурсы» (железная руда и уголь) – 42%.
- ▶ Во втором квартале менеджмент ожидает средние цены реализации стальной продукции в России на уровне первого квартала, при этом рост цен на сырье окажет небольшое давление на рентабельность по сравнению с 1К11.
- ▶ Свободный денежный поток Северстали в 1К11 был отрицательным на фоне существенных инвестиций в оборотный капитал (506 млн дол.) – по комментариям менеджмента в ходе конференц-звонка, увеличение запасов и дебиторской задолженности является «сезонным» (сложности с отгрузкой на экспорт из-за замерзания портов). Объем инвестиций составил 328 млн дол., по итогам года компания планирует капитальные вложения на уровне 2 млрд дол.
- ▶ Долговая нагрузка Северстали в 1К11 практически не изменилась – показатель «Чистый долг/EBITDA» остался на вполне комфортном уровне 1,2х (как и по итогам всего 2010 г.).

Комментарий: В целом результаты за 1К11 выглядят довольно позитивно, однако они вряд ли могут повлиять на котировки обращающихся выпусков Северстали: длинный выпуск евробондов Severstal 17 сейчас выглядит дороже относительно других корпоративных бумаг (Z-спред на 10 б. п. уже, чем у MTS-20).

Северсталь: финансовые показатели по МСФО, 2008–1К11, млн долл.

	2008	2009	2010	1К11	г/г	1К10
Выручка	16 066	9 594	13 573	3 727	36%	2 742
EBITDA	4 357	1 599	3 369	944	61%	585
Рентабельность по EBITDA	27%	17%	25%	25%	4 п. п.	21%
Операционный денежный поток	3 217	1 403	1 806	162	–	-43
Капитальные вложения	-1 650	-754	-1 119	-328	73%	-190
Свободный денежный поток	1 567	649	687	-166	-28%	-233
Всего активов	22 514	19 644	19 329	17 321	–	–
Собственный капитал	9 553	8 376	7 320	8 254	–	–
Совокупный долг, в том числе	8 256	7 227	6 142	6 090	–	–
Доля краткосрочного долга	24%	20%	23%	27%	–	–
Денежные средства и эквиваленты	3 472	2 949	2 025	1 791	–	–
Ключевые показатели						
Долг/Капитал, х	0,9	0,9	0,8	0,7	–	–
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	16,2	4,1	6,4	8,6	–	–
Чистый долг/EBITDA, х	1,1	2,7	1,2	1,2	–	–
Долг/Свободный денежный поток, х	5,3	11,1	8,9	8,1	–	–

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

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

МДМ Банк
S&P/Moody's/Fitch B+/Ba2/BB

МДМ Банк: по-прежнему в поисках точек роста (отчетность за 2010 г. по МСФО)

Новость. Вчера МДМ Банк опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 4К10 и весь 2010 г. по МСФО, а также провел встречу с аналитиками, на которой представители топ-менеджмента поделились своим видением дальнейшей стратегии банка.

Комментарий. В целом ряде аспектов итоги работы МДМ Банка в 2010 г. выглядят слабее, чем у конкурентов – других крупнейших частных универсальных банков (см. сравнительную таблицу ниже).

По итогам года чистая процентная маржа банка, по нашим подсчетам, составила 4,9%; при этом соотношение операционных расходов и доходов для банка оказалось существенно выше конкурентов – 67,1%. Заметим, что руководство банка называет данное явление временным и связанным в том числе с завершением операционной интеграции с УРСА-Банком, которое произошло в конце 2010 г. Как следствие, даже с учетом невысокой стоимости риска (1,8%) рентабельность среднего капитала банка составила в 2010 г. весьма скромные 3,3%.

Доля NPL с просрочкой платежей более 90 дней – 14,4% для МДМ Банка на конец декабря 2010 г. – оказалась на уровне ощутимо выше среднеотраслевого; еще 8,9% портфеля на отчетную дату пришлось на долю реструктурированных кредитов. И это несмотря на то, что в 2010 г. банк списал 13,2 млрд руб. проблемных долгов (соответствует 4,8% среднегодовой величины валового портфеля). Политика банка в отношении отражения проблемной задолженности на балансе достаточно консервативна; в частности, кредиты физическим лицам списываются лишь после просрочки платежей более 720 дней. Как следствие, в 2011 году МДМ Банк продолжит списывать кредиты, ставшие проблемными во время кризиса, что должно помочь ему в снижении доли просрочки на балансе.

К сильным с точки зрения кредитного качества сторонам банка по итогам 2010 г. – на фоне основных конкурентов – можно отнести высокий уровень достаточности капитала (20,3% по совокупному показателю, согласно Базельским нормативам) и существенный запас ликвидности (63,3 млрд руб., или 16,5% активов в денежных средствах и эквивалентах).

Основные финансовые показатели крупнейших российских частных универсальных банков по МСФО, млрд руб.

	МДМ Банк*		Альфа-Банк**	Промсвязьбанк	Номос-Банк***
	(B+/Ba2/BB)		(BB-/Ba1/BB)	к (-/Ba2/BB-)	(-/Ba3/BB-)
	2009	2010	2010	2010	2010
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ					
Чистые процентные доходы	21,1	17,8	39,7	20,6	14,4
Чистые комиссионные доходы	2,7	3,2	9,6	6,0	2,1
Операционные доходы	27,5	22,9	58,1	28,2	21,3
Операционные расходы	(11,1)	(15,4)	(25,6)	(14,9)	(8,0)
Резервы по кредитам	(15,8)	(5,1)	(11,2)	(10,3)	(3,3)
Чистая прибыль (убыток)	(1,4)	2,1	16,8	2,5	7,4
АКТИВЫ					
Денежные средства и эквиваленты	64,7	63,3	97,0	45,2	40,9
Средства в других банках	42,3	21,0	83,9	12,1	22,5
Ценные бумаги	22,8	26,8	107,7	52,2	54,9
Нетто кредитный портфель	236,7	233,9	511,9	310,9	238,5
Совокупные активы	402,8	383,4	867,9	475,1	373,5
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ					
Средства других банков	69,8	47,1	63,9	59,7	41,9
Средства корпоративных клиентов	103,0	101,2	266,7	189,4	147,4
Средства частных клиентов	91,6	124,0	245,6	107,7	64,7
Долговые обязательства в обращении	61,1	33,0	125,2	32,1	47,0
Субординированный долг	12,4	10,4	42,5	21,8	21,8
Собственный капитал	61,6	63,8	93,8	44,8	47,0
Ключевые коэффициенты					
Рентабельность капитала (ROAE)	—*	3,3%	19,2%	5,9%	17,9%
Рентабельность активов (ROAA)	—*	0,5%	2,3%	0,5%	2,4%
Чистая процентная маржа (NIM)	—*	4,9%	5,8%	4,7%	5,0%
Стоимость риска	—*	1,8%	2,3%	3,2%	1,6%



Расходы/доходы	—*	67,1%	44,0%	52,6%	37,6%
NPL/Кредиты	17,4%	14,4%	4,7%	10,9%	2,4% (0)
Резервы/Кредиты	15,7%	11,9%	7,6%	10,8%	4,4% (0)
Покрытие NPL резервами	0,9	0,8	1,6	1,0	1,6 (0)
Совокупная достаточность капитала (Базель)	21,3%	20,3%	18,2%	14,4%	15,6% (0)
Денежные средства/Активы	16,1%	16,5%	11,2%	9,5%	10,4% (0)

* в 2009 году в отчетность МДМ Банка были консолидированы результаты УРСА Банка, что не позволяет произвести расчет некоторых финансовых коэффициентов

** показатели отчета о прибылях и убытках Альфа-Банка переведены из долларов США в российские рубли по среднегодовому курсу, балансовые показатели — по курсу на отчетную дату

*** результаты Номос-Банка указаны без учета консолидации Ханты-Мансийского Банка; в то же время ряд показателей, отмеченных знаком (0), соответствуют объединенной организации

Источник: компания, Газпромбанк

Стратегия развития МДМ Банка, насколько мы поняли из общения с топ-менеджментом, в настоящее время фокусируется на продвижении в сегменты розницы и SME. Сегменту крупного корпоративного бизнеса, в котором частным игрокам объективно трудно соревноваться с госбанками, в стратегии отводится второстепенное значение. При этом задачи банка по-прежнему носят в основном не количественный, а качественный характер.

Безусловно, подобное позиционирование привлекательно с точки зрения бизнес-рисков. Так, к примеру, из выдаваемых банком сейчас «новых» кредитов в NPL переходит менее 1%, а показатель стоимости риска в 2011 г. ожидается руководством на уровне 1–2%. Однако привлечение и удержание качественных заемщиков является непростой задачей в условиях все еще умеренного восстановления экономики и не всегда ощутимого роста спроса на кредитные ресурсы. Как следствие, по итогам 2010 г. кредитному портфелю МДМ Банка не удалось продемонстрировать рост.

Добавим, что для нас довольно существенным сюрпризом стало снижение величины валового портфеля банка на 25,0 млрд руб. за 4К10 – с 290,5 млрд руб. на конец сентября до 265,5 млрд руб. на конец года. Данный факт тем более удивителен, если вспомнить, что в середине декабря 2010 г. руководство банка ориентировало инвесторов на величину валового портфеля по итогам всего 2010 г. на уровне 290 млрд руб. (сейчас этот же ориентир стоит на конец 2011 г.).

Мы предполагаем, что помимо списаний и продажи задолженности в объеме 7,8 млрд руб. за квартал данный феномен связан с погашением кредитов некоторыми крупными заемщиками (в частности, по нашим расчетам, за 4К10 на 9,3 млрд руб., или 29,0%, снизилась валовая величина кредитов предприятиям сектора обрабатывающей промышленности). В самом банке нам вчера затруднились как-либо прокомментировать столь существенное снижение портфеля.

Наше отношение к рублевым облигациям МДМ Банка на текущих уровнях доходности нейтрально. С учетом более сильных финансовых результатов и более динамично развития бизнес-моделей бумаги наиболее видных частных представителей сегмента розничного кредитования кажутся нам более привлекательным объектом для вложения средств. К примеру, на длинном конце кривой облигации ХКФ Банк БО-3 (УТР 8,1% @ октябрь 2013 г.) и ОТП Банк-2 (УТМ 8,1% @ март 2014 г.) кажутся нам интереснее, чем МДМ Банк БО-2 (УТМ 8,1% @ март 2014 г.).

Новых выпусков еврооблигаций МДМ Банка, насколько позволяет судить проходившая недавно в СМИ информация, следует ждать не ранее 2-й половины года.

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
18.05.2011	Погашение ИНПРОМ, 3 Аукцион ОФЗ 25076	1 300 20 000
19.05.2011	Оферта МТС, 4 Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	15 000
20.05.2011	Погашение Национальный капитал, 2 Оферта Авангард, 3 Оферта Белон-Финанс, 2 Оферта РЖД, 9	3 000 1 500 2 000 15 000
24.05.2011	Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г. Закрытие книги Банк Зенит БО-6 Погашение Атомстройэкспорт-Финанс, 1 Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	5 000 1 500
25.05.2011	Погашение НС-Финанс, 1 Уплата акцизов, НДСПИ Аукцион 3-летних ОФЗ	2 000 20 000
26.05.2011	Оферта АВТОВАЗ, 4 Погашение Республика Саха (Якутия), 34003 Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	5 000 2 500
27.05.2011	Закрытие книги Акрон, 4 и Акрон, 5	7 500
30.05.2011	Оферта ИТЕРА Финанс, 1 Уплата налога на прибыль	5 000
31.05.2011	Погашение Группа Черкизово, 1 Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	2 000
01.06.2011	Аукцион 10-летних ОФЗ Погашение Москва, 58 Погашение Татфондбанк, 4 Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	20 000 15 000 1 500
02.06.2011	Оферта Банк Спурт, 2 Погашение Карелия, 34012 Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	1 000 1 000
03.06.2011	Погашение Главная дорога, 1	300

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
19.05.2011	Альянс Ойл: финансовые результаты по МСФО	1К11
24.05.2011	Черкизово: финансовые результаты по US GAAP	1К11
26.05.2011	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	1К11
26.05.2011	X5 Retail Group: финансовые результаты по МСФО	1К11
май	Банк Москвы: финансовые результаты по МСФО	2010 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

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

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) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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