

Ежедневный обзор долговых рынков от 9 декабря 2011 г.

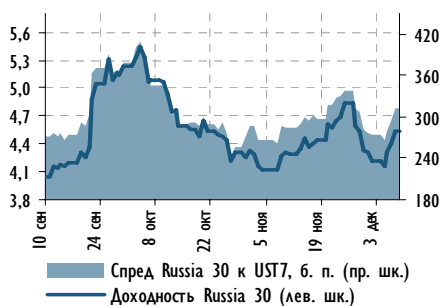


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,334 ▼	-0,5%	-0,3%
USD/RUB	31,47 ▲	0,6%	3,1%
Корзина валют/RUB	36,22 ▲	0,5%	3,0%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	589,5 ▼	-63,5	-298,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	211,1 ▲	34,8	-358,5
MOSPRIME о/п	5,7 ▲	0,3	4,0
3M-MOSPRIME	7,0 ▲	0,1	2,9
3M-LIBOR	0,54 ■	0,0	0,2
Долговой рынок			
UST-2	0,22 ▼	0,0	-0,4
UST-10	1,97 ▼	-0,1	-1,3
Russia 30	4,53 ▲	0,1	-0,3
Russia 5Y CDS	253 ▲	16,9	107,8
EMBI+	372 ▲	6	124
EMBI+ Russia	308 ▲	10	109
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	107,84 ▼	-1,6%	17,2%
Золото, долл./унц.	1708,4 ▼	-1,9%	20,2%
Фондовый рынок			
ТС	1 474 ▲	0,4%	-16,8%
Dow Jones	11 998 ▼	-1,6%	3,6%
Nikkei	8 522 ▼	-1,6%	-16,7%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Итоги вчерашнего заседания ЕЦБ были вполне ожидаемыми: регулятор снизил процентную ставку на 25 б.п. В то же время последовавшая пресс-конференция разочаровала инвесторов. Хотя ЕЦБ и объявил о дополнительных мерах поддержки ликвидности в виде предоставления трехлетних кредитов, комментарии главы регулятора Марио Драги о том, что существующие соглашения в рамках ЕС не позволяют монетизировать госдолг европейских стран, увеличив объем выкупа облигаций или предоставив средства МВФ, стали «горькой пилюлей» для европейских фондовых рынков, закрывшихся в «красной зоне».
- Не прибавили позитива и новости с открывшегося вчера саммита стран ЕС: достичь широкого консенсуса в отношении внесения изменений в устав европейского союза не удалось из-за возникших разногласий между Великобританией и Францией. В результате, сегодня будет предпринята попытка согласовать изменения меньшим составом участников (как минимум – в рамках еврозоны): глава Еврокомиссии Жерман Ван Ромпей заявил, что на текущий момент 23 страны готовы поддержать предложенные Германией и Францией поправки.
- Российские евробонды** вчера не устояли под натиском негативного фона. Хотя в первой половине дня котировки RUSSIA 30 поднимались выше уровня предыдущего закрытия, к вечеру на новостях из Европы бумага просела более чем на фигуру. В корпоративных выпусках VIP22 в течение дня прибавлял порядка 60 б.п., однако вечером цены откатились к уровню закрытия среды (85,75% номинала).
- Рублевый долговой рынок** вчера торговался в «красной» зоне. Выпуск ОФЗ-25079 (УТМ 7,75%) вчера подешевел на 20 б.п., ОФЗ-26206 (УТМ 8,10%) – на 5 б.п. В корпоративных бумагах ситуация была аналогичной: РЖД-10 (УТМ 7,89%) подешевел на 59 б.п., вышедшая в среду на вторичные торги Башнефть БО-1 (УТР 9,60%) на небольших объемах опустилась ниже номинала.
- Курс рубля вчера снизился на 14 коп. против доллара – до 31,2985 – на фоне общего негатива на финансовых рынках.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Дефицит рублевой ликвидности сохраняется

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Башнефть (NR)** отчиталась за 9М11 по МСФО: левэридж сокращается
- Северсталь (BB/Ba2/BB-)**: сильные результаты за 3К11 по МСФО
- Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-)** делится умеренно положительной отчетностью по МСФО за 9М11
- ВТБ (BBB/Baa1/BBB)** публикует отчетность за 9М11 по МСФО

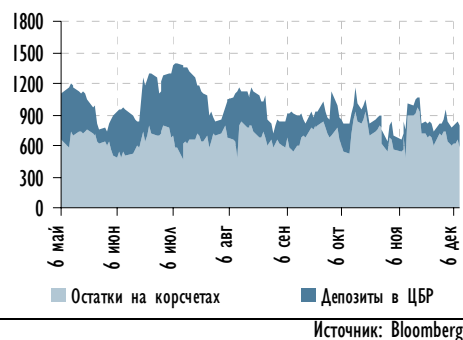
СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ЕС: второй день саммита в Брюсселе

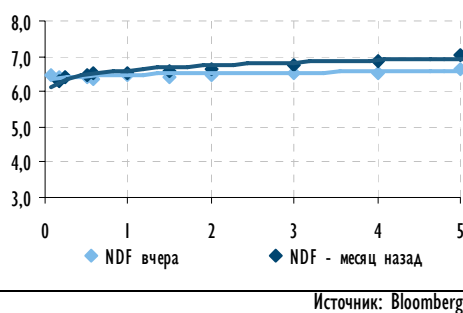


МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



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



Дефицит рублевой ликвидности сохраняется

Вчерашний день прошел на денежном рынке без существенных изменений. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ в четверг сократилась на 29 млрд руб. при практически неизменной задолженности банков перед ЦБ и Минфином по различным инструментам рефинансирования. В рамках аукционов однодневного РЕПО банки вчера рефинансировали имевшуюся по данному инструменту задолженность в полном объеме (110 млрд руб.). В результате чистая ликвидная позиция банков немного ухудшилась: превышение задолженности над ликвидными активами кредитных организаций к утру пятницы составило более 700 млрд руб.

Отток средств из финансовой системы накануне мог быть обусловлен операциями банков на валютном рынке, что могло спровоцировать вмешательство со стороны ЦБ. Отметим, что пока рубль остается под давлением со стороны внешних (сохранение напряженности вокруг долгового кризиса в еврозоне), а также внутренних (обострение политических рисков) факторов, политика ЦБ на валютном рынке может являться инструментом абсорбирования рублевой ликвидности.

Стоимость заимствования на рынке МБК в четверг колебалась в диапазоне 4,75–5,25%, а сегодня утром кредитные организации выставляют котировки на уровне 5,50–5,75% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга). Ставки по операциям однодневного междилерского РЕПО с облигациями в качестве базового актива на ММВБ накануне вплотную приблизились к 6,0%, что является максимальным уровнем с декабря 2009 г.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdykevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 40 85

Башнефть
S&P/Moody's/Fitch

NR

Башнефть: результаты за 9М11 по МСФО

Новость: Башнефть вчера представила свои результаты по МСФО за 9М11 и 3К11. Несмотря на снижение рентабельности в 3К11, вызванное ростом единовременных расходов, результаты в целом оставили позитивное впечатление – мы обращаем внимание на существенный рост свободного денежного потока и сокращение долговой нагрузки.

Новый выпуск биржевых облигаций Башнефти, начавший на днях вторичное обращение, вчера торговался чуть ниже номинала, с доходностью 9,6% УТР. Мы полагаем, что на этом уровне бумага может быть интересна инвесторам, ориентированным на качественный второй эшелон, для которых наличие рейтинга не является обязательным условием для инвестирования.

Комментарий: Выручка компании за 9М11 выросла на 45,2% г/г, EBITDA – на 31,6% на фоне существенного роста цен на нефть и нефтепродукты, увеличения добычи на 6,9% г/г и при этом небольшого сокращения объемов переработки (-1,3% г/г) и производства нефтепродуктов (-3% г/г). Рентабельность по EBITDA сократилась на 3 п.п. на фоне опережающего роста акцизов и экспортных пошлин (+60,4% г/г), НДСП (+57,8% г/г), а также коммерческих, общехозяйственных и административных расходов (+96,6% г/г).

Снижение рентабельности в 3К11 из-за крупных разовых расходов. В 3К11 по сравнению со 2К11 компания показала небольшое (-1% кв/кв) снижение выручки и довольно заметное сокращение EBITDA (-24% кв/кв), главным образом из-за роста акцизов и экспортных пошлин (+8% кв/кв), а также двукратного роста SG&A, увеличения транспортных (+13,2% кв/кв) и прочих расходов (трехкратный рост). Рост расходов в значительной степени был обусловлен временными факторами: перенос части экспортных пошлин со 2 квартала на третий, создание резерва под возможный штраф ФАС, увеличение социальных расходов, убыток, признанный в процессе реструктуризации сервисных компаний. Без учета данных расходов EBITDA компании сократилась бы лишь на сумму около 20 млн долл. к уровню 2 квартала 2011 г.

Существенный рост свободного денежного потока. Несмотря на сокращение рентабельности, операционный денежный поток Башнефти в 3К11 вырос более чем двукратно, составив 933 млн долл.: компании удалось высвободить 362 млн долл. из оборотного капитала за счет сокращения дебиторской задолженности, НДС к возмещению и полученных авансов. В результате свободный денежный поток Башнефти в 3К11 вырос до 712 млн долл. (2К11 – 233 млн долл.), обеспечив 75% величины показателя за 9М11.

Сокращение долговой нагрузки. Внушительный свободный денежный поток позволил профинансировать заметную часть выплат акционерам (дивиденды 874 млн долл. в 3К11). Кроме того, компания в 3К11 сокращала долг: объем нетто-погашения по отчету о движении денежных средств в 3К11 составил около 440 млн долл. Отметим, что, согласно данным балансам, сокращение долга было более существенным (-843 млн долл.), что, как мы полагаем, может быть связано с эффектом валютной переоценки рублевых обязательств. В итоге соотношение «Чистый долг/EBITDA» на 30/09/11 составило 0,96х.

После отчетной даты Башнефть частично выкупила в рамках публичной оферты облигации 1, 2 и 3-й серий на сумму чуть более 42 млрд руб. (включая 1,7 млрд руб. НКД). При этом компания заместила часть долга новым выпуском биржевых бондов (10 млрд руб.), размещенным на этой неделе.

Основные моменты, освещенные в ходе телеконференции с аналитиками:

- ▶ **Капвложения** в 2012 г. «превысят уровень 2011 г.». Ориентиры по капитальным затратам могут быть озвучены после утверждения бизнес-плана советом директоров.
- ▶ **Без квартальных дивидендов.** Квартальные дивиденды за 2011 г. выплачиваться не будут, вопрос согласован с основными акционерами; годовые дивиденды будут выплачены.
- ▶ **Добыча.** Башнефть считает уровень добычи 15 млн тонн на



существующей базе активов в Башкирии оптимальным для максимизации NPV и рассчитывает поддерживать его в течение нескольких лет. Потенциал доразведки запасов в Башкирии может продлить этот срок.

- ▶ **Основные цели компании на среднесрочную перспективу:** а) достижение баланса между добычей и переработкой благодаря приобретениям и увеличению уровня добычи за счет освоения месторождений Требса и Титова и разведки новых запасов в Башкирии, б) продолжение модернизации НПЗ, в) поддержание оптимального баланса между необходимым ростом капиталов на добычу и переработку и долгосрочной стабильностью и оптимальным уровнем долговой нагрузки группы.
- ▶ **Переговоры с ONGC** о возможном вхождении в капитал Башнефти продолжаются, однако позиции сторон по-прежнему серьезно расходятся, прежде всего в вопросе возможной цены сделки.

Башнефть: основные финансовые результаты по МСФО, млн долл.

	2009	2010	9M11*	9M10*	г/г
Выручка	6 775	13 341	12 466	8 584	45,2%
ЕБИТДА	1 249	2 504	2 368	1 799	31,6%
рентабельность по ЕБИТДА	18,4%	18,8%	19,0%	21,0%	-3 п.п.
Операционный денежный поток	1 249	1 400	1 547	611	153,2%
Капитальные вложения	592	1 121	595	230	158,7%
Свободный денежный поток	657	279	952	381	149,9%
Всего активов	12 689	14 991	13 013	-	-
Собственный капитал	8 440	7 992	6 737	-	-
Совокупный долг, в том числе	1 739	3 913	3 377	3 748	-9,9%
доля краткосрочного долга, %	3,6%	20,3%	0,5%	7,6%	-7,1 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	1 391	1 078	439	1 913	-77,1%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,21	0,49	0,50	-	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	59,5	7,0	6,7	8,1	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,28	1,13	0,96	0,81	
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	2,65	14,03	3,97	-	

* результаты скорректированы на результаты ОАО «Башкирэнерго», деконсолидированного в мае 2011 г.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

Иван Хромушин
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 89

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba2/BB-

Северсталь: достойные результаты за 3К11 по МСФО

Новость: Вчера Северсталь опубликовала отчетность за 3К11 и 9М11 по МСФО. Хотя на консолидированном уровне рентабельность компании несколько снизилась, негативный эффект, на наш взгляд, нивелируется хорошими показателями российского подразделения компании, ростом свободного денежного потока и продолжающимся улучшением кредитных метрик. В целом, кредитный профиль компании в настоящий момент представляется нам довольно устойчивым – компания обладает хорошим запасом прочности на случай какого-либо ухудшения ситуации в отрасли в среднесрочной перспективе.

Среди торгуемых инструментов Северстали отметим выпуск еврооблигаций CHMFRU16, предлагающий премию более 20 б.п. к CHMFRU17 по Z-спреду.

Комментарий: Выручка Северстали за 3К11 увеличилась на 9% ко 2К11, а по итогам 9М11 – выросла на 31% к уровню годичной давности. Рентабельность по ЕБИТДА за 3К11 снизилась на 1,5 п.п. в квартальном сопоставлении.

Хорошие показатели российского сегмента. Российский дивизион продемонстрировал рост выручки на 6,5% кв/кв на фоне увеличения продаж в натуральном выражении на 11%, смешанной ценовой динамики, а также улучшений продуктовой линейки: компания увеличила поставки конечной продукции на внутренний рынок благодаря «пику»

строительного сезона в России. Продажи оцинкованной стали выросли на 50% кв/кв, сортового проката – на 34% к уровню 2К11, при этом продажи полуфабрикатов сократились на 9%. Отметим, что Северстали удалось удержать полную загрузку мощностей по производству ТБД на Ижорском трубном заводе, несмотря на значительное сокращение заказов со стороны Газпрома. В итоге за счет изменений продуктовой линейки, а также некоторого снижения цен на сырье рентабельность EBITDA в России выросла на 1,2 п.п. кв/кв до 16,7%.

Результаты североамериканского дивизиона – давление снижающихся цен на сталь. Результаты Severstal North America пострадали от снижения цен на сталь в США в 3К11, а также роста издержек. Хотя физические объемы продаж выросли более чем 30% после запуска новых мощностей на заводе Severstal Columbus, выручка увеличилась лишь на 18,6% в квартальном сравнении, а EBITDA снизилась на 45%, в результате чего рентабельность по этому показателю составила лишь 4,4%.

В добывающем сегменте также зафиксировано снижение прибыльности: норма прибыли EBITDA снизилась до 43,5% с 47,3% во 2К11. Компания объясняет сокращение прибыльности с ростом расходов на предприятии «Воркутауголь» из-за задержек при вводе новой лавы и сезонными ремонтными работами.

Прогнозы на 4К11–1К12. Северсталь ожидает более слабых результатов в 4К11 из-за сезонного снижения объема заказов. В то же время компания с оптимизмом смотрит на 1К12, ожидая восстановления продаж на фоне пополнения товарных запасов заказчиками, стабилизации цен на сырье и начала строительного сезона в Азии.

Восстановление свободных денежных потоков в 3К11. Мы обращаем внимание на заметный рост свободного денежного потока – с 49 млн дол. во 2К11 до 320 млн дол. в 3К11 на фоне эффективного управления оборотным капиталом, из которого компания за отчетный период высвободила 121 млн дол.

Низкая долговая нагрузка. Кредитные метрики компании остаются на вполне комфортном уровне – при этом в 3К11 отношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось до 1,0х с 1,2х на 30/06/11, в основном за счет роста долгосрочной EBITDA. Чистая денежная позиция компании составила почти 2 млрд дол., что полностью покрывает ее краткосрочные обязательства.

Северсталь: результаты отчетности по МСФО, млн дол.

	2009	2010	9М11	г/г	9М10	3К11	кв/кв	2К11
Выручка	9 594	13 573	12 882	31%	9 847	4 772	9%	4 382
EBITDA	1 599	3 369	3 189	29%	2 463	1 134	2%	1 111
Рентабельность по EBITDA	16,7%	24,8%	24,8%	-0,2 п.п.	25,0%	23,8%	-1,5 п.п.	25,3%
Операционный денежный поток	1 403	1 806	1 576	30%	1 213	920	86%	495
Капиталовложения	-809	-1 251	-1 407	67%	-842	-600	34%	-446
Свободный денежный поток	595	555	170	-54%	371	320	556%	49
Активы	19 644	19 329	17 485	-	-	17 485	-4%	18 161
Собственный капитал	8 376	7 320	8 225	-	-	8 225	-6%	8 743
Совокупный долг	7 227	6 142	6 207	-	-	6 207	3%	6 030
<i>Доля краткосрочного долга</i>	<i>20%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	-	-	<i>24,7%</i>	<i>-3 п.п.</i>	<i>27,3%</i>
Денежные средства и эквиваленты	2 949	2 025	1 995	-	-	1 995	16%	1 714
Коэффициенты								
Долг/Капитал, х	0,9	0,8	0,8	-	-	0,8	-	0,7
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	4,1	6,4	8,6	-	-	8,6	-	9,9
Чистый долг/EBITDA, х	2,7	1,2	1,0	-	-	1,0	-	1,1
Долг/Свободный денежный поток, х	12,2	11,1	17,6	-	-	17,6	-	16,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Выделение Nord Gold: в целом нейтрально. Последнее изменение в кредитном профиле Северстали – недавнее решение выделить свой золотодобывающий актив Nord Gold в отдельную компанию. Закрытие сделки ожидается в 1К12. По нашим оценкам, выделение актива окажет минимальное влияние на кредитные метрики Северстали. По нашим оценкам, с учетом денежной позиции и долга Nord Gold на последнюю

отчетную дату (в том числе долга перед материнской компанией, который планируется погасить), показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» вырастет с 1,0x на 30 сентября до лишь 1,1x. S&P и Fitch уже заявили, что отделение Nord Gold не повлияет на кредитные рейтинги Северстали. Необходимо также отметить, что сделка не приведет к нарушению ковенанта по еврооблигациям Северстали, так как ограничения на отчуждение активов распространяются лишь на основной бизнес компании (сталелитейное производство и черная металлургия).

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

Промсвязьбанк делится умеренно положительной отчетностью по МСФО за 9М11

Промсвязьбанк
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba2/BB-

Новость. Вчера Промсвязьбанк раскрыл основные финансовые показатели деятельности по итогам 3К11 и 9М11 (международные стандарты).

Комментарий. В общем и целом результаты банка выглядят достаточно позитивно. Прежде всего обращает на себя внимание скачок чистой процентной маржи ПСБ – по нашим подсчетам, с 4,2% во 2К11 до 4,9% в 3К11. Как мы понимаем, это во многом стало следствием наращивания присутствия организации в более доходных сегментах бизнеса (прирост портфеля кредитов МСБ на 37,1% и розничного портфеля на 12,9% за 9М11).

Доля NPL, согласно информации банка, снизилась до 7,4% на 30 сентября, в том числе благодаря списаниям и продажам проблемной задолженности. Вместе с тем, с нашей точки зрения, наиболее интересный вопрос – насколько изменились стандарты выдачи кредитов ПСБ по сравнению с докризисными и насколько изменится качество портфеля в случае нового экономического стресса.

Нельзя обойти стороной и тот факт, что основой фондирования роста бизнеса ПСБ на протяжении 9М11 выступали публичные заимствования, в то время как объем клиентских средств с начала года изменился несущественно.

Стоит также заметить, что в годовом сопоставлении операционные расходы банка в отчетном периоде выросли больше, чем чистые процентные доходы (+19,1% и +6,5% г/г соответственно). Как следствие, ROAE организации, по нашим подсчетам, остается все еще умеренной – 8,3% в 3К11 и 6,2% в 9М11.

Уровень капитализированности банка на конец 3К11 выглядел достаточным – 13,3% для совокупного показателя по Базельским стандартам – при этом в декабре организация должна завершить увеличение капитала на 4 млрд руб.

Выборочные финансовые результаты Промсвязьбанка по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	9М 11	г/г
Чистые процентные доходы	22,0	25,6	20,6	15,2	6,5%
Чистые комиссионные доходы	4,7	5,6	6,0	5,3	24,5%
Операционные расходы	(12,4)	(13,3)	(14,9)	(12,0)	19,1%
Резервы	(13,2)	(20,8)	(10,3)	(6,3)	-2,4%
Чистая прибыль (убыток)	1,6	(0,6)	2,5	2,1	-2,5%
Денежные средства и эквиваленты	105,7	108,3	45,2	35,2	-24,4%
Ценные бумаги	23,4	49,0	52,2	42,4	-18,8%
Чистый кредитный портфель	300,4	266,4	310,9	369,3	32,5%
Средства корпоративных клиентов	176,2	193,5	189,4	199,7	18,9%
Средства частных клиентов	53,4	96,0	107,7	105,3	-5,1%
Собственный капитал	40,0	38,2	44,8	46,8	6,2%
Всего активов	461,8	471,2	475,1	523,6	13,4%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE)	4,6%	-1,6%	5,8%	6,2%	-0,7 п.п.
NPL/Кредиты	2,8%	13,1%	10,9%	7,4%	-3,9 п.п.
Резервы/Кредиты	5,8%	12,7%	10,8%	8,8%	-3,4 п.п.
Чистая процентная маржа	6,5%	6,5%	4,7%	4,4%	+0,1 п.п.
Совокупная достаточность капитала, Базель	13,1%	14,3%	14,4%	13,3%	+1,9 п.п.
Денежные средства/Активы	22,9%	23,0%	9,5%	6,7%	-3,4 п.п.

Источник: данные Промсвязьбанка, оценки Газпромбанка



Текущие уровни доходности коротких рублевых облигаций ПСБ-5 (УТМ 8,4% @ май 2012 г.) и ПСБ-6 (УТМ 8,8% @ июнь 2013 г.) в текущих условиях представляются нам неинтересными, более длинный бонд ПСБ БО-3 не особо ликвиден. Потенциал снижения доходности долларового долга организации в случае стабильного внешнего фона мы оцениваем в настоящее время не более чем в 25 б.п.

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

ВТБ
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/BBB

ВТБ публикует отчетность за 9М11 по МСФО

Новость. Вчера группа ВТБ опубликовала консолидированные финансовые результаты деятельности за 3К11 и 9М11 по международным стандартам, а также провел телеконференцию для инвесторов. Результаты Банка Москвы консолидированы в отчетность, начиная с 30 сентября.

Мы обращаем внимание на следующие моменты:

- ▶ Чистая прибыль снизилась на 30% кв/кв до 19 млрд руб., но превысила наши ожидания/консенсус на 42%/19%. Главным драйвером чистой прибыли стали операционные расходы, которые сократились на 30% кв/кв в результате резкого падения расходов на персонал из-за переоценки уровня бонусов инвестиционного блока (данные расходы отображаются по методу начисления и привязаны к текущим результатам банка).
- ▶ Чистый процентный доход до вычета резервов практически совпал с ожиданиями, в то время как операционный доход до вычета резервов оказался на 5–6% ниже ожиданий в результате относительно слабой динамики комиссионных доходов (-14% кв/кв), а также огромных убытков по операциям с валютой (15 млрд руб.) и финансовыми инструментами (11 млрд руб.). Результат по непроцентным доходам мог быть еще хуже, если бы не 6 млрд руб., заработанных от инвестиций в ассоциированные компании (в частности, чистая прибыль Банка Москвы неожиданно составила 12 млрд руб. за 3К11 на расформировании части резервов).
- ▶ Активы/кредиты/депозиты выросли на 34/38/35% кв/кв соответственно, в результате консолидации Банка Москвы в последний день третьего квартала. Органические темпы роста, тем не менее, также оказались высокими (15-16% кв/кв).
- ▶ Чистая процентная маржа без учета консолидации БМ осталась в 3К11 на уровне 2К11 (4,9%), при этом средняя ставка по обязательствам группы ВТБ снизилась на 0,1 п.п. (с 4,3% во 2К11 до 4,2% в 3К11).
- ▶ Несмотря на быстрый органический рост кредитного портфеля, отчисления в резервы оказались ниже ожиданий (8 млрд руб. против 9,6–9,8 млрд руб.), что вкупе с консолидацией кредитного портфеля БМ на нетто-основе привело к существенному падению уровня просроченных кредитов и резервов. В частности, доля РВПС/кредитов с просрочкой от 90 дней упала, по нашим подсчетам, с 8,6/7,7% во 2К11 до 6,5/6,3% в 3К11.
- ▶ Достаточность капитала 1-го уровня резко снизилась (9,2% в 3К11 против 12% во 2К11) в результате консолидации Банка Москвы, а также падения чистой прибыли. Банк, тем не менее, ожидает данный показатель по итогам года на комфортном для себя уровне 10% как за счет восстановления чистой прибыли, так и благодаря стагнации активов, взвешенных по уровню риска.
- ▶ Банк ожидает снижение чистой процентной маржи в 2012 году до 4,5% в результате некоторого смещения агента в сторону низкорисковых (и одновременно низкодоходных) кредитов. Кредитный портфель, организации, по ожиданиям руководства, в 2012 году продемонстрирует рост на 20%.

Комментарий. В целом отчетность носит, на наш взгляд, неоднозначный характер. Мы отмечаем несомненные успехи ВТБ в плане «гибкости» политики вознаграждения для менеджмента, а также уверенные темпы органического роста. Однако относительно слабые показатели по операционному доходу (в частности, огромные убытки по торговым

операциям, слабая динамика комиссионного дохода), а также достаточно осторожный комментарий касательно маржи на будущий год, по нашему мнению, уравновешивают позитив.

Мы считаем результаты нейтральными для котировок обращающегося долга ВТБ. Вместе с тем, в случае роста аппетита глобальных инвесторов к риску еврооблигации ВТБ, по нашему мнению, имеют потенциал сужения спреда к кривой Сбербанка (до 25 б.п.); также динамику лучше рынка могут демонстрировать евробонды Банка Москвы (в частности, субординированный ВКМОС15).

Выборочные финансовые результаты группы ВТБ по МСФО, млрд руб.

	2010	1К 11	1П 11	9М 11
Отчет о совокупном доходе				
Чистые процентные доходы	171,1	46,0	95,1	149,1
Чистые комиссионные доходы	24,7	8,0	17,9	27,1
Операционные расходы	(95,1)	(33,0)	(67,3)	(90,8)
Резервы	(51,6)	(7,7)	(17,3)	(25,3)
Чистая прибыль (убыток)	54,8	26,1	53,6	72,6
Активы				
Денежные средства и эквиваленты	275,5	248,2	228,0	318,7
Средства в других банках	349,9	398,7	291,6	391,5
Ценные бумаги	451,6	464,7	636,2	1 103,0*
Чистый кредитный портфель	2 785,4	2 789,7	2 996,6	3 854,1*
Всего активов	4 290,9	4 448,4	4 720,0	6 337,0
Обязательства и капитал				
Средства банков (включая ЦБ)	398,7	396,1	436,9	622,5
Средства корпоративных клиентов	1 465,0	1 592,0	1 772,4	2 471,9
Средства частных клиентов	747,9	781,2	862,3	1 079,0
Долговые ценные бумаги	593,1	587,9	555,6	670,7
Прочие заемные средства	184,3	159,8	125,1	253,5
Средства АСВ	0,0	0,0	0,0	142,8
Субординированный долг	205,5	205,7	206,4	241,6
Собственный капитал	578,2	600,7	597,5	625,1
Ключевые коэффициенты, %				
Рентабельность капитала (ROAE)	—	17,7%	18,1%	16,2%**
Рентабельность активов (ROAA)	—	2,4%	2,4%	2,1%**
Чистая процентная маржа (NIM)	—	4,7%	4,8%	4,8%**
Стоимость риска	—	1,1%	0,9%	0,8%**
Расходы/Доходы	—	46,3%	45,7%	44,9%**
Нетто кредитный портфель/Депозиты	125,9%	117,6%	113,7%	108,5%*
NPL/Кредиты	8,6%	8,2%	7,7%	6,3%*
Реструктуризация/Кредиты	8,8%	8,5%	7,8%	7,6%*
Резервы/Кредиты	9,0%	8,9%	8,6%	7,0%*
Кредиты 10 крупнейшим заемщикам, % от портфеля	22,5%	21,0%	19,5%	23,3%*
Достаточность капитала I уровня (Tier I)	12,4%	13,2%	12,0%	9,2%
Достаточность капитала (TCAR)	16,8%	15,5%	14,1%	13,2%
Денежные средства/Активы	6,4%	5,6%	4,8%	5,0%

* с учетом проведенной нами реклассификации ОФЗ, купленных Банком Москвы в рамках процесса санации (балансовая стоимость 285 млрд руб.), из кредитного портфеля в ценные бумаги

** показатели рассчитаны для Группы ВТБ без учета консолидации Банка Москвы

Источник: ВТБ, оценки Газпромбанка

Андрей Клапко
Andrey.Klapko@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 01)

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.
09.12.11	Заккрытие книги Юникредит Банк БО-1	5 000
	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
12.12.11	Оферта СКБ-Банк БО-4	2 000
13.12.11	Оферта РосДорБанк, 1	1 050
14.12.11	Заккрытие книги МДМ-Банк БО-4	5 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	226 950
15.12.11	Уплата страховых взносов в фонды	
	Погашение Группа Разгуляй БО-9	2 000
16.12.11	Оферта ММК БО-2	10 000
19.12.11	Оферта МБРР, 5	5 000
20.12.11	Уплата 1/3 НДС за 3-й квартал 2011 г.	
21.12.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	141 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	
	Купонные выплаты по ОФЗ	1 117
22.12.11	Оферта Татфондбанк, 7	1 000
25.12.11	Погашение Иркутская область, 31007	1 567
26.12.11	Погашение Томская область, 34030	800
	Уплата акцизов, НДС	
27.12.11	Оферта Гражданские самолеты Сухого БО-1	3 000
28.12.11	Уплата налога на прибыль	
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	54 100
	Купонные выплаты по ОФЗ	1 376

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
14.12.11	АФК "Система": финансовые результаты по US GAAP	3К11
15/8/2011	Алроса: финансовые результаты по МСФО	3К11
15.12.11	Транснефть: финансовые результаты по МСФО	3К11
декабрь 2011	Татнефть: финансовые результаты по МСФО	3К11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	9М11

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

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

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

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

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

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Алексей Михайлов

+7 (495) 983 18 00 доб. 29014

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 Голодкинская

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

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

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

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

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

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

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

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 — ППБ (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 ППБ (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 ППБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ППБ (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.