

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Еще один день в ожидании итогов начавшегося вчера саммита стран ЕС прошел, и инвесторы начали подводить промежуточные результаты.

Российские еврооблигации

М.Драги не дал шансов российским еврооблигациям, большинство бумаг второй день подряд теряют ценовые уровни. RUSSIA-30 завершили день снижением на 1%. Сегодня в центре внимания бумаги ВымплеКома после обвального падения акций компании.

Рублевые облигации

ОФЗ 26206 не удалось удержать планку размещения, бумаги подешевели на 0,1%. В корпоративных выпусках можно найти покупателей. Большинство бондов после первичного размещения еще в плюсе.

FX/Rates

На локальном валютном рынке уже наметился довольно четкий тренд на ослабление рубля.

Наши ожидания

Вчерашний день довольно четко показал, что инвесторы рассчитывают услышать по итогам саммита готовность лидеров ЕС к действенным мерам и в случае если их ожидания окажутся не оправданными, рынок может продолжить снижаться.

Главные новости

Ростелеком: нейтральные итоги за 9 мес. 2011 г.

Компания показала рост выручки на общеотраслевом уровне, но при этом прибыльность бизнеса несколько снизилась под давлением возросших операционных расходов и опустилась ниже отметки в 40%. Долговая нагрузка сохранилась на прежнем и довольно комфортном уровне, но присутствуют риски ее увеличения.

Итоги Промсвязьбанка за 9 мес.2011г.

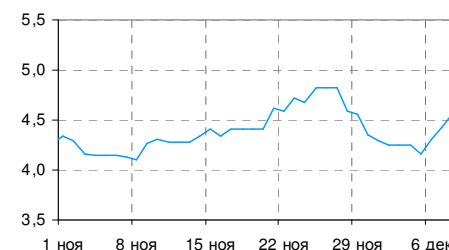
Показатели Банка мы оцениваем нейтрально, при этом отмечаем ряд положительных тенденций, особенно в разрезе достаточности капитала. Однако маловероятно, что вышедшие итоги окажут влияние на котировки бумаг эмитента.

Россия - основные индикаторы

| | значение | изм. б п |
|--------------|----------|----------|
| Russia-30 | 4,56 | 13 |
| CDS России | 253 | 17 |
| MOSPRIME о/п | 5,72 | 28 |
| NDF 3М | 6,44 | 45 |

| | значение | изм |
|-----------------------------------|----------|------|
| Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб. | 589,5 | -64 |
| Остатки на депозитах, млрд руб. | 211,1 | 35 |
| Доллар / рубль (ЦБ), руб | 31,39 | 0,14 |
| Корзина (ЦБ), руб | 36,16 | 0,11 |

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

| | значение | бп |
|-------------------|----------|------|
| LIBOR 3М | 0,54 | 0 |
| ERIBOR 3М | 1,47 | 0 |
| EUR/USD | 1,33 | |
| UST-10 | 1,97 | -6 |
| Германия-10 | 2,01 | -9 |
| EFSF-10 | 3,61 | -11 |
| Италия - 10 | 6,44 | 47 |
| Испания - 10 | 5,78 | 39 |
| CDS 5Y Ирландия | 722 | 26 |
| CDS 5Y Португалия | 1106 | 46 |
| CDS 5Y Италия | 523 | 64 |
| CDS 5Y Испания | 429 | 55 |
| CDS 5Y Греция | 9572 | -377 |

Индикаторы отношения к риску

| | значение | бп |
|---------------------|----------|----|
| iTRAXX Crossover 5Y | 760,9 | 46 |
| iTRAXX CEEMEA 5Y | 316,1 | 11 |
| iTRAXX SOVX WE 5Y | 347,0 | 25 |

Рублевые облигации

| | доходность | б.п |
|----------------|------------|-----|
| ОФЗ 26205 | 8,31 | 8 |
| ОФЗ 26200 | 6,95 | 0 |
| Газпром-11 | 7,60 | -5 |
| РЖД-10 | 8,03 | 28 |
| ФСК-6 | 7,87 | 0 |
| РусГидро-1 | 8,74 | 0 |
| МТС-04 | 8,48 | -7 |
| Вк-Инвест6 | 9,94 | 0 |
| Северсталь-БО1 | 7,58 | 3 |
| ВЭБ-09 | 9,02 | -22 |
| Альфа-Банк01 | 9,24 | -5 |

Российские еврооблигации

| | доходность | б.п |
|---------------|------------|-----|
| Russia-18 RUB | 7,14 | -2 |
| Gazprom-37 | 6,95 | 4 |
| Sberbank-21 | 6,20 | 2 |
| AlfaBank-21 | 9,25 | 4 |
| Evraz-18 | 8,66 | 3 |
| Vimpel-22 | 9,70 | 1 |
| TNK-BP-18 | 5,99 | 15 |

Итоги Промсвязьбанка за 9 мес.2011г.

Показатели Банка мы оцениваем нейтрально, при этом отмечаем ряд положительных тенденций, особенно в разрезе достаточности капитала. Однако маловероятно, что вышедшие итоги окажут влияние на котировки бумаг эмитента.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Еще один день в ожидании итогов начавшегося вчера саммита стран ЕС прошел, и инвесторы начали подводить промежуточные результаты.

Начало вчерашнего дня на международных площадках несильно отличалось от предыдущих дней: инвесторы продолжали воздерживаться от резких движений. Оживление на рынке можно было наблюдать уже во второй половине дня после оглашения решения ЕЦБ об очередном снижении ключевой процентной ставки. Кроме того, участники рынка ожидали услышать на пресс-конференции о возможном увеличении объемов выкупа на фоне чего на рынке резко возрос спрос на «евровые» активы, в частности государственные облигации. Однако последовавшие комментарии М. Драги немного разочаровали участников рынка. Неверно интерпретированные слова предыдущего выступления стали поводом для предположения о возможном увеличении выкупа облигаций, о котором даже не может быть и речи. Вместе с тем, глава ЕЦБ сообщил о готовности регулятора предоставить банковской системе средства в необходимом объеме сроком на 36 месяцев. Дополнительной формой поддержки европейским банкам может стать смягчение требований, предъявляемых к обеспечению по данным кредитам. Но волну распродаж уже было не остановить. Желание инвесторов минимизировать риски сказалось и на доходностях суверенных бумаг ЕС. Единственной страной, удержавшейся на уровнях предыдущего дня, стала Германия, являющаяся для участников рынка защитным инструментом. Так, доходность 10-летних бумаг снизилась до 2,013%. Даже резкое сокращение количества заявок на пособие по безработице в США на 37 тыс. до 381 тыс. не смогло переменить настроений глобальных инвесторов.

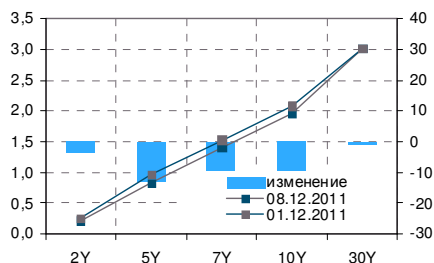
Подобная ситуация наблюдалась и на международном валютном рынке: пара EUR/USD в ходе вчерашних торгов обновила недельный минимум и достигла уровня 1,328x, но к концу торгов все же смогла частично компенсировать падение.

Российские еврооблигации

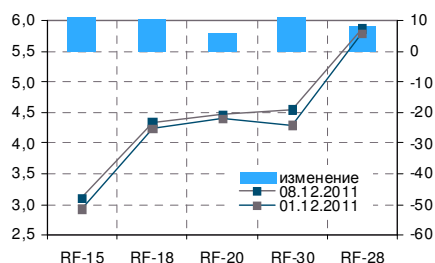
М. Драги не дал шансов российским еврооблигациям, большинство бумаг второй день подряд теряют ценовые уровни. RUSSIA-30 завершили день снижением на 1%. Сегодня в центре внимания бумаги ВымплеКома после обвального падения акций компании.

Начало дня позволило большинству бумаг частично отыграть потери за предыдущие два дня, а после подтверждения ожиданий инвесторов о снижении ЕЦБ процентной ставки показывать ценовые максимумы дня. Однако после заявления господина Драги, развенчавшего оптимизм инвесторов, бумаги почувствовали на себе весомую волну продаж, зачастую превышающую по ряду бумаг отрицательную переоценку ранее на этой неделе. Так, суверенный выпуск Russia-30 начал день с 117,5 (предыдущее закрытие – 117,4) и в течение дня торговался на схожих уровнях, показывая ценовой максимум после решения ЕЦБ в 117,57, однако день бумаги завершили на минимуме – 116,6%, что стало самым низким значением на этой неделе. Вполне понятно, что корпоративные бумаги вторили этому движению и теряли в среднем в пределах 50-70 б.п.. Отметим, что сегодня, скорее всего, в очередной раз под давление попадут бумаги ВымпелКома, акции которого вчера на Нью-Йоркской бирже показали обвальное снижение на 5,8%. Что, как мы понимаем, было обусловлено риторикой со стороны ряда инвестдомов о возможных сложностях в рефинансировании долга и увеличении стоимости заимствований итальянской дочерней компании на фоне проблем в Европе.

Кривая доходности гособлигаций США



Кривая доходности гособлигаций России



Рублевые облигации

ОФЗ 26206 не удалось удержать планку размещения, бумаги подешевели на 0,05%. В корпоративных выпусках можно найти покупателей. Большинство бондов после первичного размещения еще «в плюсе».

Объем торгов вчера был на довольно низком уровне, что в целом было прогнозируемо, учитывая ожидания саммита, и скорее негативный внешний и внутренний фон. Который день подряд нет единой риторики в сегменте суверенного и корпоративного долга. Так, в первом случае довольно сложно найти бумаги, закончившие день с ценовым ростом, а во втором - все-таки инвесторы готовы покупать, хотя большинство бумаг закончило день с потерями цены. Возвращаясь к ОФЗ отметим, что в центре внимания вчера был новый выпуск 26206, который вполне ожидаемо, после довольно агрессивного размещения (доходность 8%) в среду, после первого дня торгов потерял в цене 0,05%, закончив день на отметке в 8,2%. В корпоративных бумагах стоит отметить прошедшие покупки в облигациях РСХБ, из бумаг банка наибольшей переоценкой и весомыми оборотами был отмечен выпуск РСХБ-5, который вырос на 0,24%, также заявками на покупку отметился 11 выпуск (+0,19%), и РСХБ-15 (+0,01%). Одним из лидеров ценового роста который день становится бонд Газпромнефть-4, который за четверг добавил к номиналу 1,75%. Вместе с тем, как мы отметили выше, все же продавцы диктовали динамику большинства бумаг было в минусе, здесь отметились РЖД-10, МТС-05. Довольно важным моментом, подтверждающим интерес инвесторов к первичному размещению, является факт того, что большая часть бумаг удерживает ценовую планку выше номинала. Так, вышедшая в среду Башнефть торгуется на уровне 100,01.

Игорь Голубев

Forex/Rates

На локальном валютном рынке уже наметился довольно четкий тренд на ослабление рубля.

Национальная валюта в ходе вчерашних торгов продолжала сдавать позиции. Инвесторы продолжают с опаской реагировать на любые события, происходящие в Европе. Вместе с тем, на наш взгляд, в текущий момент рынок излишне переоценивает возможные риски. Несмотря на то, что сырьевые площадки на протяжении всей недели демонстрируют смешенную динамику, стоимость нефти марки Brent все же удерживается выше отметки 105 долл. за барр., а эта цифра вполне комфортная для национальной валюты.

Возврат средств Минфину, а также сокращение лимитов ЦБ, не сильно отразилось на общем объеме ликвидности, вместе с тем, некоторые участники вновь начали испытывать ее дефицит. По итогам вчерашнего дня сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ сократилась на 28,7 млрд руб. до 800 млрд руб. При этом, ставка MosPrime o/n составила 5,72%.

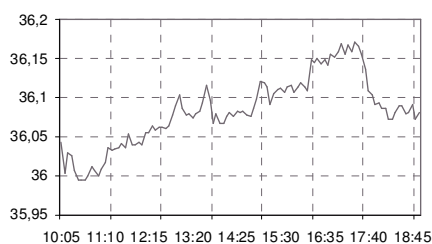
Алексей Егоров

Наши ожидания

Вчерашний день довольно четко показал, что инвесторы рассчитывают услышать по итогам саммита готовность лидеров ЕС к действенным мерам и в случае если их ожидания окажутся не оправданными, рынок может продолжить снижаться.

*Игорь Голубев
Алексей Егоров*

Динамика бивалютной корзины



Календарь событий

Долговой рынок

- 9 декабря Размещение: Альфа-Банк 02
- 13 декабря Размещение: Свердловская область, 34001
- 15 декабря Размещение: Республика Коми, 32010

Макроэкономические события

- 8-9 декабря Саммит ЕС (основная тема: законодательные правила фискального союза в Европе)
- 9 декабря Индекс потребительского доверия Мичигана прогноз на декабрь

Корпоративные события

- 14 декабря АФК Система опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

Главные новости

Ростелеком: нейтральные итоги за 9 мес. 2011 г.

Компания показала рост выручки на общеотраслевом уровне, но при этом прибыльность бизнеса несколько снизилась под давлением возросших операционных расходов и опустилась ниже отметки в 40%. Долговая нагрузка сохранилась на прежнем и довольно комфортном уровне, но присутствуют риски ее увеличения.

Событие. Вчера Ростелеком опубликовал отчетность за 9 мес. 2011 г. по МСФО.

Комментарий. В отчетном периоде выручка увеличилась на 7% до 217 млрд руб. (к а.п.п.г.). Для сравнения, МТС в рублях продемонстрировал сопоставимый рост доходов («+7%»), а VimpelCom Ltd. заметно ниже («+3,1%»).

Рост доходов Ростелекома вновь предопределили динамично развивающиеся «новые» услуги связи, а именно: широкополосного доступа в Интернет («+21%» до 34,7 млрд руб.) и платного ТВ («+526%» до 5,04 млрд руб.), причем благодаря активному расширению абонентской базы («+27%» до 7,9 млн и в 6,4 раза до 5,8 млн соответственно) как за счет органического роста, так и приобретения ОАО «НТК». Доходы от «традиционных» услуг связи, если и показывают рост, то за счет индексации тарифов в начале года. Так, доходы от местной связи возросли на 4% до 66,1 млрд руб., а количество абонентов сократилось на 3% до 28,8 млн. Поступления от внутризоновой и международной/междугородной телефонной связи снизились в янв.-сент. 2011 г. на 9% до 16,3 млрд руб. и на 16% до 17,8 млрд руб. соответственно. Причиной этому продолжающаяся миграция трафика в сети мобильной связи. Несмотря на высокую конкуренцию со стороны «большой тройки», Ростелекому удалось расширить абонентскую базу мобильной связи (за год на 8% до 12,7 млн) и получить прирост выручки в этом сегменте («+5%» до 25,1 млрд руб.).

За 9 мес. 2011 г. прибыльность бизнеса компании несколько снизилась: показатель OIBDA вырос на 5% до 86 млрд руб., а рентабельность OIBDA составила 39,3% («-0,8 п.п.» к а.п.п.г.), что несколько ниже, чем у МТС (41,4%) и VimpelCom Ltd. (40,7%). Давление на маржинальность оказали возросшие на 8% до 131,9 млрд руб. операционные расходы (включая затраты приобретенных НТК и Волгоград GSM). Заметно увеличились расходы на персонал («+9%» до 58,3 млрд руб.) из-за повышения зарплаты в течение 2010 г., выплаты бонусов в МРК в связи с реорганизацией – все это на фоне роста отчислений по ЕСН и страховым взносам. Кроме того, увеличились затраты на содержание сетевой инфраструктуры и возросли тарифы ЖКХ («+11%» до 21,1 млрд руб.). На фоне сокращения кредиторской задолженности у оператора несколько снизился операционный денежный поток («-4,4%» до 60 млрд руб.), но остается достаточно стабильным.

Долговая нагрузка кардинально не изменилась, но немного подросла: размер долга увеличился на 5,5% до 146 млрд руб., а соотношение Долг/OIBDA составило 1,39x против 1,36x в 2010 г., что является комфортным уровнем (у МТС – 1,44x; у VimpelCom Ltd. – 2,75x). Рост долговой нагрузки Ростелекома был связан с привлечением кредитных ресурсов для покупки 25% плюс 1 акция ОАО «Связьинвест» и 71,8% акций ОАО «НТК», а также учетом облигаций МРК на общую сумму 14,5 млрд руб. На конец сентября 2011 г. долг на 96% был номинирован в рублях, что говорит о низких валютных рисках.

Учитывая все финансовые потребности компании на ближайший год (погашение долга на 67 млрд руб., реализация инвестпрограммы свыше 55 млрд руб.), Ростелекому скорее всего потребуется прибегнуть к внешним заимствованиям, поскольку собственных ресурсов (денежных средств 6 млрд руб. и операционного денежного потока 60 млрд руб. за 9 мес. 2011 г.) вряд ли будет достаточно, в частности для рефинансирования долга. Компании в начале 2012 г. также предстоит завершить покупку «Скай Линка» у «Связьинвеста», который оценивается в 9,4 млрд руб. По данным менеджмента, в сделке наряду с денежными средствами могут быть использованы акции Ростелекома, выкупленные компанией в рамках проходящего buyback на сумму 500 млн долл. (около 15,6 млрд руб.). В настоящее время оператор также рассматривает предложения о покупке долей в «Евросети» и «Связном», но говорить о сделках пока преждевременно, поскольку, по данным компании, на этом счет никаких переговоров не ведется. Принимая все это во внимание, у оператора

присутствуют риски наращивания долговой нагрузки, но вряд ли она выйдет за рамки 2х (Долг/OIBDA), обозначенные внутренней финансовой политикой компании. Облигации Ростелекома на текущих уровнях смотрятся малопривлекательно.

Финансовые показатели Ростелекома и других операторов связи

| млн руб. | Ростелеком (МСФО) | | | | VimpelCom Ltd. (Pro-forma) | | | | MTC (US GAAP) | | | |
|------------------------------------|-------------------|---------|-------|-----------|----------------------------|---------|-------|-----------|---------------|---------|-------|-----------|
| | 9мес.11 | 9мес.10 | 2010 | Изм.% | 9мес.11 | 9мес.10 | 2010* | Изм.% | 9мес.11 | 9мес.10 | 2010 | Изм.% |
| Выручка | 217 | 203 | 276 | 7,0 | 505 | 490 | 319 | 3,1 | 268 | 251 | 343 | 6,9 |
| Операц. денежный поток | 60 | 63 | 85 | -4,4 | 118 | 88 | 111 | 34,0 | 86 | 83 | 110 | 3,0 |
| OIBDA | 86 | 82 | 101 | 4,9 | 206 | 212 | 150 | -3,0 | 111 | 112 | 148 | -1,0 |
| Чистая прибыль | 29 | 29 | 31 | 1,8 | 29 | 28 | 51 | 4,5 | 33 | 41 | 42 | -19,2 |
| % расходы | 9 | 8 | 12 | 7,6 | 45 | 50 | 16 | -9,4 | 14 | 19 | 24 | -26,3 |
| Активы | 476 | - | 427 | 11,5 | 1 785 | - | 607 | 193,9 | 453 | - | 441 | 2,7 |
| Дебит. задолж-ть | 31 | - | 25 | 24,1 | 83 | - | 15 | 438,8 | 27 | - | 24 | 11,6 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 6 | - | 13 | -52,1 | 110 | - | 27 | 306,9 | 47 | - | 28 | 66,1 |
| Финансовый долг: | 146 | - | 138 | 5,5 | 829 | - | 173 | 380,4 | 231 | - | 218 | 5,9 |
| долгосрочный | 78 | - | 88 | -10,9 | 778 | - | 137 | 467,3 | 196 | - | 195 | 0,7 |
| краткосрочный | 67 | - | 50 | 34,2 | 51 | - | 35 | 44,0 | 35 | - | 23 | 50,2 |
| Чистый долг | 140 | - | 125 | 11,3 | 719 | - | 146 | 394,1 | 184 | - | 190 | -3,1 |
| Кредит. задолж-ть | 37 | - | 39 | -5,0 | 121 | - | 29 | 311,3 | 29 | - | 21 | 41,6 |
| Рент-ть OIBDA | 39,3% | 40,1% | 36,8% | -0,8 п.п. | 40,7% | 43,3% | 46,9% | -2,6 п.п. | 41,4% | 44,8% | 43,1% | -3,4 п.п. |
| Рент-ть по чистой прибыли | 13,5% | 14,2% | 11,4% | -0,7 п.п. | 5,8% | 5,7% | 15,9% | 0,1 п.п. | 12,3% | 16,3% | 12,2% | -4,0 п.п. |
| Фин.долг/OIBDA | 1,39 | - | 1,36 | - | 2,75 | - | 1,15 | - | 1,44 | - | 1,47 | - |
| Чистый долг/OIBDA | 1,33 | - | 1,24 | - | 2,39 | - | 0,97 | - | 1,15 | - | 1,28 | - |
| OIBDA/% расходы | 9,74 | 10,0 | 8,60 | - | 4,58 | 4,3 | 9,13 | - | 7,90 | 5,9 | 6,27 | - |
| Фин. долг/Активы | 0,31 | - | 0,32 | - | 0,46 | - | 0,28 | - | 0,51 | - | 0,49 | - |

*консолидированные данные

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Александр Полютов

Итоги Промсвязьбанка за 9 мес.2011г.

Показатели Банка мы оцениваем нейтрально, при этом отмечаем ряд положительных тенденций, особенно в разрезе достаточности капитала. Однако маловероятно, что вышедшие итоги окажут влияние на котировки бумаг эмитента.

Событие. Промсвязьбанк вчера представил выбранные показатели по МСФО за 9 мес. 2011 г.

Комментарий. Во многом слабые места отчетности Банка сохранились с 1 полугодия 2011 года (см.наш обзор от 1 сентября http://nomos.ru/upload/iblock/1fd/Daily_01_09_2011.pdf), однако нельзя не отметить ряд наметившихся положительных тенденций. Среди ключевых моментов мы выделяем: Традиционно слабым местом банка остается его капитализация: по РСБУ Н1 на 1 ноября составлял 10,33% (требование ЦБ – не менее 10%). По МСФО уровень достаточности капитала (TCAR) на 1 октября составил 13,3%. Тем не менее, в декабре Банк пополняет капитал за счет увеличения акционерного капитала на 4 млрд руб. и субординированного кредита от ЕБРР на 3,5 млрд руб. По собственным подсчетам Промсвязьбанка, если бы данные операции попали в 3 квартал, то TCAR был бы порядка 14,3%, что выглядит более оптимистично.

В 3 квартале эмитент продолжал работу над увеличением своей рентабельности. Напомним, речь шла о повышении доли высокомаржинальных продуктов в портфеле как то факторинг и международное торговое финансирование. В 3 квартале доля данных направлений выросла с 15% до 16%, в основном за счет МСБ (упала с 10% до 9%), а вот вклад розницы остался на уровне порядка 9%. С учетом стабилизации ставок по корпоративным кредитам и снижению ставок в 3 квартале по корпоративным

депозитам, показатель NIM по данному направлению вырос с 3,9% до 4,4%. Видимо это и стало основным драйвером роста маржинальности в 3 квартале с 4,3% до 5,0%, так как в отчетном периоде по другим направлениям данный показатель банк не раскрывает. По прибыли отметим, что в «аутсайдерах» по прежнему остается розница, которая принесла банку в 3 квартале 1 млрд руб. убытка при уже имеющихся 1,7 млрд руб. за 1 полугодие. Таким образом совокупный убыток по обслуживанию физлиц составил 2,7 млрд руб., в то время как корпоративный бизнес принес 3,4 млрд руб. прибыли, международный бизнес – 1,5 млрд руб., МСБ – 0,6 млрд руб. Совокупный финансовый результат за 9 месяцев – 2,12 млрд руб., против 2,15 млрд руб. за аналогичный период прошлого года («-2%»). Напомним, что ранее планы по прибыли эмитента на 2011 год уже были скорректированы (по итогам 1 полугодия) за счет понижения с 8 млрд руб. до 5 млрд руб. Давление на финансовый результат по прежнему продолжают оказывать операционные расходы (Cost / Income – 57% против 52% за а.п.п.г.).

Качество кредитного портфеля Промсвязьбанка продолжает улучшаться – NPL упал на 1 октября до 7,4% против 8,1% на 1 июля и 9,2% на 1 января 2011 года. При этом сам кредитный портфель (gross) за 9 месяцев вырос на 16% до 405 млрд руб. («+12%» за 3 квартал). В результате активы выросли на 10% и 8% соответственно. В основном фондирование операций Банка производится за счет клиентских средств: соотношение Кредиты / Депозиты с начала года выросло со 105% до 121% на 1 октября. При этом на долг приходится всего 13% и в ближайшие полгода Промсвязьбанку предстоит погасить / рефинансировать субординированный кредит на 200 млн долл. и облигации на 4,5 млрд руб., что в целом несет комфортную нагрузку на показатели кредитной организации – около 2% активов при доле ликвидных активов около 20%.

Среди наиболее интересных выпусков Промсвязьбанка мы отмечаем биржевые облигации БО-3 (YTM 10,4%/1,98 г.), но ликвидность данных бумаг невысока, а конкуренцию по доходности могут составить облигации ОТП Банка серий БО-3 (YTP 10,69%/0,88 г.) и 02 (YTM 11,36%/2,1 г.), которые при схожем рейтинге несут солидную премию, вероятно как компенсацию за риски материнского банка в Венгрии.

Финансовые показатели Промсвязьбанка по МСФО

| млрд руб. | | | | | | | |
|---|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Рейтинги (M / S&P / F) | Ba2 / - / BB- | | | | | | |
| Показатели отчетности, млрд руб. | 2009 | 2010 | 1H 2010 | 1H 2011 | 9M 2010 | 9M 2011 | % |
| Активы | 471,21 | 475,13 | 436,23 | 484,70 | n/a | 523,63 | 10% |
| Кредиты (net) | 266,42 | 310,95 | 287 | 323,80 | n/a | 369,26 | 19% |
| Кредиты (gross) | 305,27 | 348,62 | 328,57 | 360,41 | n/a | 405 | 16% |
| доля в активах | 56,5% | 65,4% | 65,7% | 66,8% | n/a | 70,5% | --- |
| NPL (>90дн.) | 12,3% | 9,2% | 11,9% | 8,1% | n/a | 7,4% | --- |
| уровень резервов | 12,7% | 10,8% | 12,8% | 10,2% | n/a | 8,8% | --- |
| Вложения в финансовые активы | 48 | 53 | 49 | 52 | n/a | 42 | -20% |
| доля в активах | 10,2% | 11,2% | 11,3% | 10,8% | n/a | 8,1% | --- |
| Средства клиентов | 289,55 | 297,05 | 281,51 | 290,96 | n/a | 304,99 | 3% |
| доля в активах | 61,4% | 62,5% | 64,5% | 60,0% | n/a | 58,2% | --- |
| Коэффициент достаточности общего капитала | 14,3% | 14,4% | 14,0% | 13,9% | n/a | 13,3% | --- |
| Чистые процентные доходы (до резервов) | 25,73 | 20,61 | 10,10 | 9,37 | 14,27 | 15,15 | 6,2% |
| Прибыль | -0,63 | 2,48 | 0,56 | 1,16 | 2,15 | 2,12 | -1,6% |
| Качественные показатели деятельности | 2009 | 2010 | 1H 2010 | 1H 2011 | 9M 2010 | 9M 2011 | % |
| Рентабельность собственных средств | отриц. | 6,0% | 2,8% | 5,1% | 6,9% | 6,2% | -0,7% |
| Рентабельность активов | отриц. | 0,5% | 0,2% | 0,5% | n/a | 0,6% | n/a |
| C / I | 39,1% | 52,8% | 53,1% | 59,6% | 52,2% | 56,9% | 4,7% |
| NIM* | 5,9% | 5,8% | 4,8% | 4,3% | 4,4% | 4,4% | 0,0% |

* для Промсвязьбанка данные приведены за Q4 2010 и Q4 2009, а также за Q2 2010 и Q2 2011

Источники: данные Банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Елена Федоткова***Итоги ВТБ за 9 мес.2011г.: консолидация – дело тонкое.**

Представленные результаты Группы ВТБ за 9 месяцев 2011 года, несмотря на ряд оговорок, если и не повысят интерес к долговым обязательствам банка, то все же поднимут оптимизм инвесторов в отношении его бумаг. Среди наиболее интересных мы отмечаем евробонды VTB-20 и Moscow Bank-15.

Событие. ВТБ опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9 мес.2011 года.

Комментарий. При анализе отчетности ВТБ за 9 месяцев 2011 года не стоит забывать о консолидации ТКБ и Банка Москвы. Последний в 3 квартале особенно повлиял на показатели Группы ВТБ – от него и будем отталкиваться.

Во-первых, кредитное качество портфеля Банка ВТБ улучшается, хотя проблема «плохих» кредитов Банка Москвы не раз проходила в СМИ. На конец 1 полугодия 2011 года его уровень резервов составлял 23%. По консолидированной же отчетности Группы мы видим, что NPL (90+) в 3 квартале падает с 7,7% до 5,9%, средний уровень резервирования – с 8,6% до 6,5%. По данным ВТБ, это обусловлено «как органическим ростом кредитного портфеля, так и консолидацией Банка Москвы». Суть здесь в том, что ВТБ ставит себе на баланс реальную стоимость портфеля, не учитывая зарезервированные «неработающие» кредиты. В результате, за счет увеличения портфеля консолидация приносит Банку не ухудшение, а дополнительное улучшение качественных метрик. Кроме того позитив еще и в том, что, в случае восстановления резервов в будущем, мы сможем увидеть отраженную прибыль по данным операциям в консолидированной отчетности.

Второй вопрос возникает относительно кредита АСВ на 295 млрд руб., по которому озвучивался планируемый положительный финансовый результат в 150 млрд руб. по МСФО (как источник для начисления резервов по уже упомянутым проблемным кредитам) – в P&L данной суммы не наблюдается. Основной момент заключается в том, что кредит был получен Банком Москвы до консолидации, таким образом движение «прибыль – резервы» осталось за «скобками» консолидированной отчетности, последнее также позволяет выглядеть показателям Группы более «ровными».

Еще в качестве важного момента отметим, что капитал Банка оказался под давлением. Последнее было предсказуемым (см.наш обзор http://nomos.ru/upload/iblock/db1/Daily_19_09_2011.pdf): Tier 1 Ratio упал с 12% до 9,2%. Тем не менее, как позитивный момент мы выделяем, что в 4 квартале Банк ожидает некоторый рост - до 10%.

В целом, если не заострять внимание на данных штрихах, результаты Группы можно назвать вполне позитивными. Банку удалось не только удержать NIM по результатам 9 месяцев 2011 года на уровне полугодия, но даже немного повысить показатель в 3 квартале – с 4,8% до 4,9%, хотя до 6,5% Сбербанка ВТБ еще далеко. Прибыль за отчетный период составила 73 млрд руб., то есть почти в 2 раза больше по сравнению с а.п.п.г. (39 млрд руб.). В 3 квартале, как и в случае со Сбербанком, мы можем наблюдать уменьшение финансового результата до 19 млрд руб. против 28 млрд руб. во 2 квартале и 26 млрд руб. в первом. Причиной стали убытки от операций с ценными бумагами и иностранной валютой: по 15 млрд руб. от каждого направления, что в целом при 13% доле финансовых активов в балансе тоже было предсказуемым. Прогноз Банка на весь 2011 год сохраняется – около 100 млрд руб., то есть при таком раскладе прибыль в 4 квартале будет на уровне 3 квартала или немного меньше. В 2012 году Группа ожидает финансовый результат на уровне текущего года.

Рост активов Группы ВТБ по итогам 9 месяцев был выше среднеотраслевых значений и без консолидированного Банка Москвы: кредитный портфель вырос на 23%, средства клиентов – на 37%. С присоединенным банком эти результаты стали еще ощутимее: «+45%» и «+61%» соответственно. На 2012 год у Группы более сдержанные планы – рост кредитного портфеля прогнозируется на уровне 20% (по крайней мере в рамках розничного сегмента), то есть на уровне рынка. Напомним, что у недавно отчитавшегося Сбербанка прогнозы собственного роста более агрессивные – «+24%».

Что касается отмеченной ранее активности привлечения средств Минфина, задолженность перед которым у Банка на конец отчетного периода достигала 600 млрд руб., то, по словам предправления ВТБ Г.Мооса, то объем временно свободных

бюджетных средств, размещенных на депозитах банка, сократится вдвое – до 300 млрд руб.

Представленные результаты за 9 месяцев 2011 года если и не повысят интерес к долговым обязательствам ВТБ, то все же поднимут оптимизм инвесторов в отношении бумаг Банка. Рублевые облигации вряд ли заинтересуют инвесторов, в то время как в евробондах в случае благоприятной ситуации на рынках вполне можно ждать сужения спреда к бумагам Сбербанка, в частности рост котировок возможен в выпуске ВТБ-20 (YTM 7,35%/6,71 г.), а также в бумагах Банка Москвы (Moscow Bank-15 (YTM 7,92%/3,55 г.)).

Однако все же стоит помнить, что не все вопросы с Банком Москвы разрешены. В качестве положительного момента выделяем тот факт, что в следующем году Банк планирует только рефинансировать задолженность на рынке в объеме 2,5 млрд долл., а не наращивать ее.

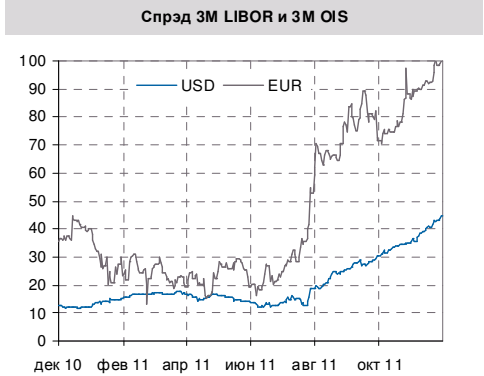
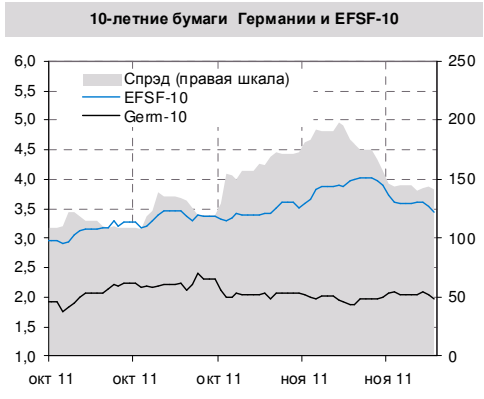
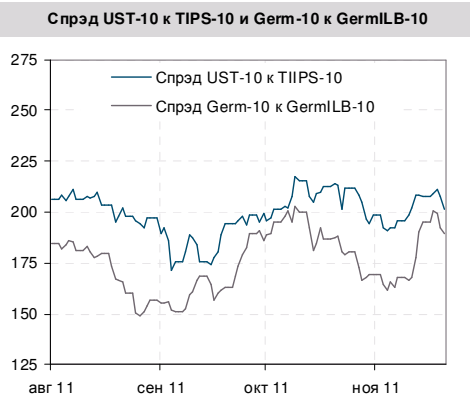
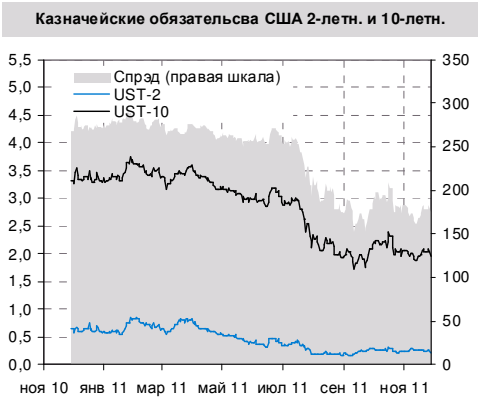
Финансовые показатели ВТБ по МСФО

| Показатели отчетности, млрд руб. | 2009 | 2010 (с ТКБ) | 2010 (без ТКБ) | 1Н 2010 (без ТКБ) | 1Н 2011 (с ТКБ) | 9М 2010 (без ТКБ) | 9М 2011 (с ТКБ и БМ) | Изменение за 9м2011 |
|---|--------|--------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------------|---------------------|
| Активы | 3 611 | 4 291 | --- | 3 628 | 4 720 | 3 753 | 6 337 | 48% |
| Кредиты (net) | 2 310 | 2 785 | --- | 2 553 | 2 997 | 2 528 | 4 139 | 49% |
| Кредиты (gross) | 2 545 | 3 060 | 2 856 | 2 816 | 3 277 | 2 797 | 4 429 | 45% |
| доля в активах | 64,0% | 64,9% | --- | 70,4% | 63,5% | 67,4% | 65,3% | --- |
| NPL (>90дн.) | 9,8% | 8,6% | 9,2% | 9,5% | 7,7% | 9,5% | 5,9% | --- |
| уровень резервов | 9,2% | 9,0% | 9,6% | 9,3% | 8,6% | 9,6% | 6,5% | --- |
| Финансовые активы | 401 | 452 | --- | 319 | 636 | 373 | 818 | 81% |
| доля в активах | 11,1% | 10,5% | --- | 8,8% | 13,5% | 9,9% | 12,9% | --- |
| Средства клиентов | 1 569 | 2 213 | 1 936 | 1 689 | 2 635 | 1 839 | 3 551 | 60% |
| доля в активах | 43,4% | 51,6% | --- | 46,6% | 55,8% | 49,0% | 56,0% | --- |
| Коэффициент достаточности общего капитала | 20,9% | 16,8% | 17,1% | 19,5% | 14,1% | 18,8% | 13,2% | --- |
| Чистые процентные доходы (до вычета резервов) | 152 | --- | 171 | 86 | 95 | 130 | 149 | 15% |
| Прибыль | -60 | --- | 55 | 25 | 54 | 39 | 73 | 87% |
| Качественные показатели деятельности | 2009 | 2010 (с ТКБ) | 2010 (без ТКБ) | 1Н 2010 (без ТКБ) | 1Н 2011 (с ТКБ) | 9М 2010 (без ТКБ) | 9М 2011 (с ТКБ, без БМ) | Изменение за 9м2011 |
| ROE | -13,7% | 10,3% | --- | 9,7% | 18,1% | 9,9% | 16,1% | 6,2% |
| ROA | -1,6% | 1,5% | --- | 1,4% | 2,4% | 1,4% | 1,8% | 0,4% |
| C / I | 45,7% | 43,0% | --- | 41,7% | 44,0% | 42,3% | 43,1% | 0,8% |
| NIM | 4,6% | 5,0% | --- | 5,3% | 4,8% | 5,2% | 4,8% | -0,4% |

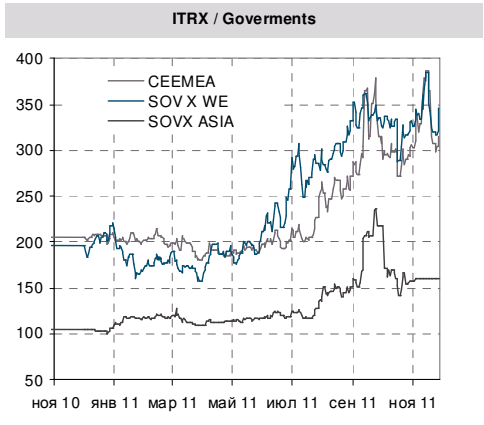
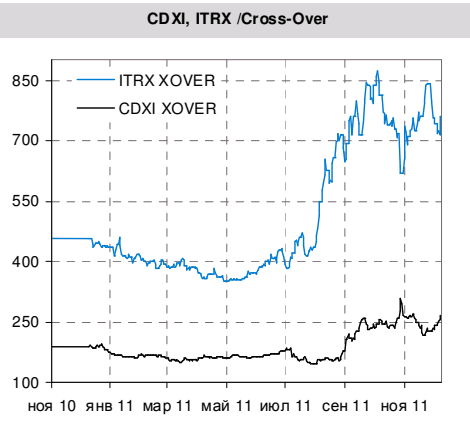
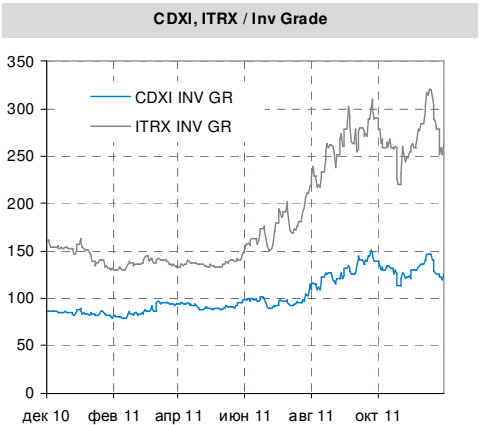
Источники: данные Банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

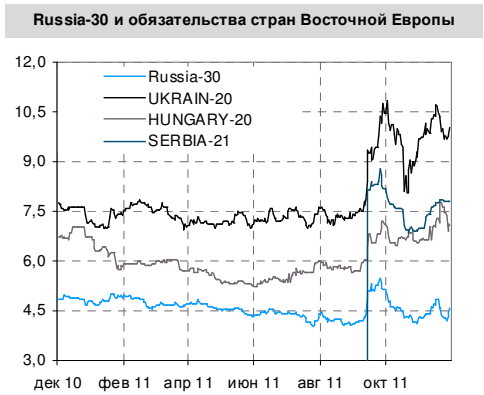
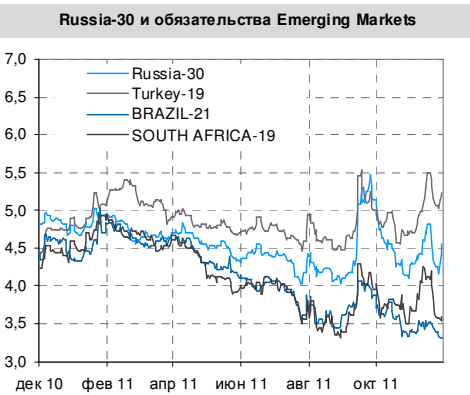
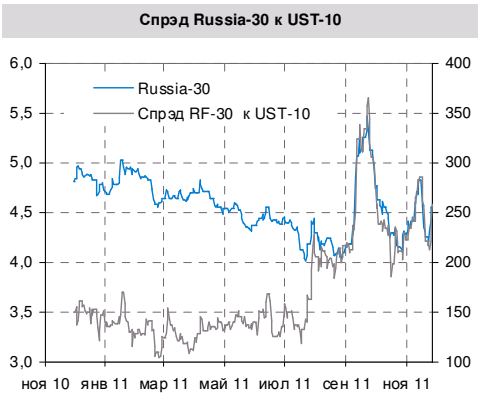
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

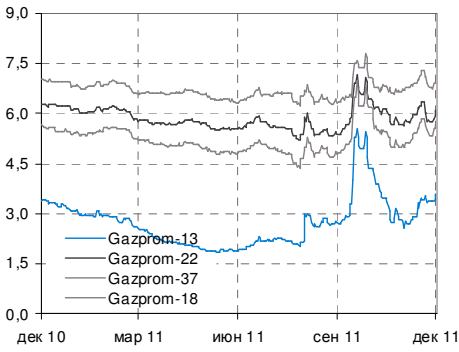


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

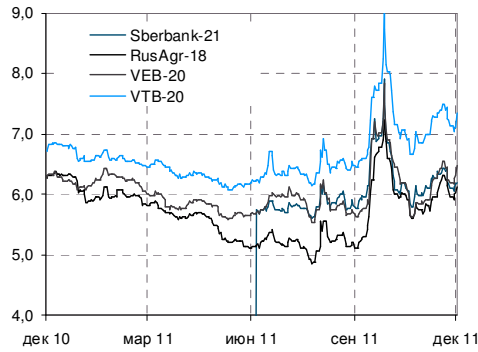


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

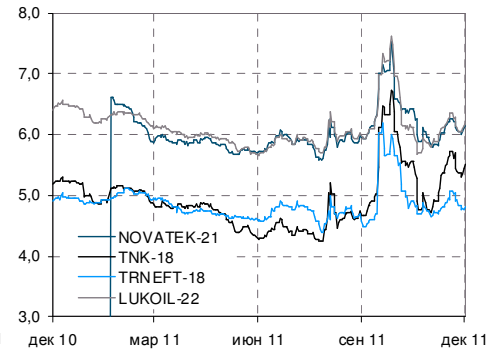
Еврооблигации Газпрома



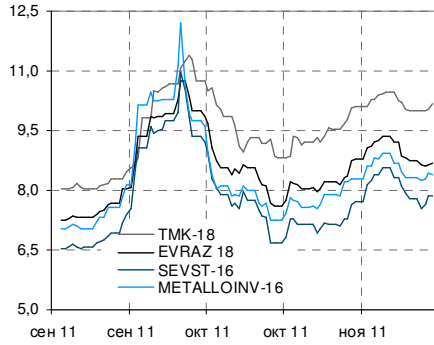
Евробонды госбанков



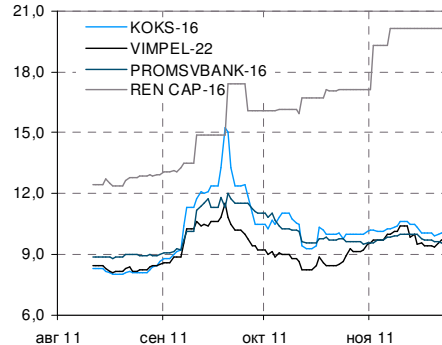
Еврооблигации нефтегазового сектора



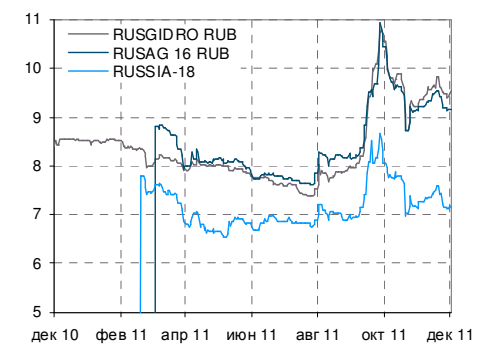
Еврооблигации металлургического сектора



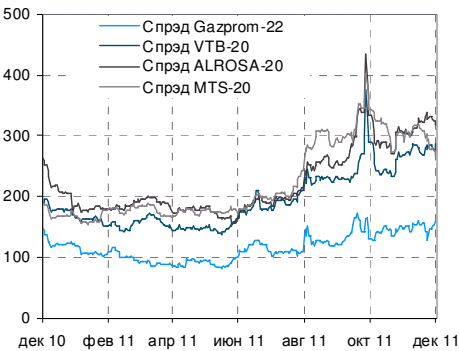
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



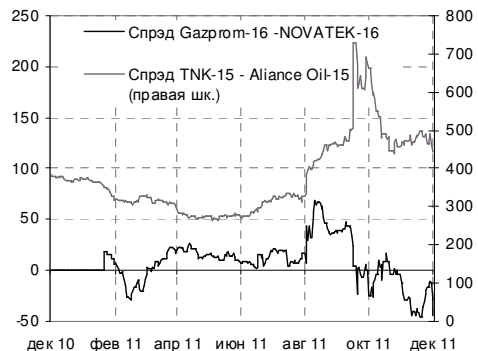
Еврооблигации, номинированные в рублях



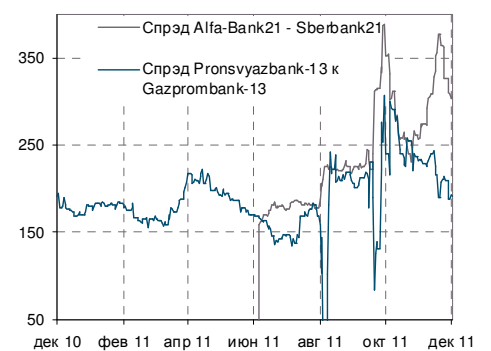
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

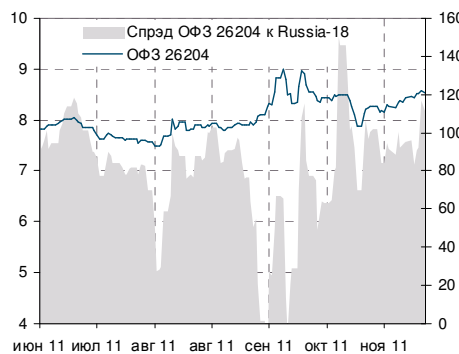


Спрэды в банковском секторе

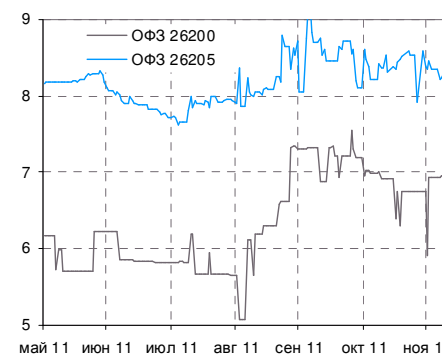


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

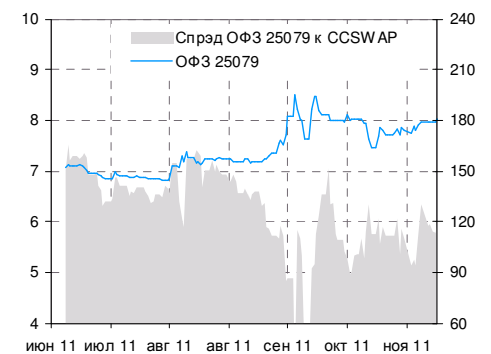
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

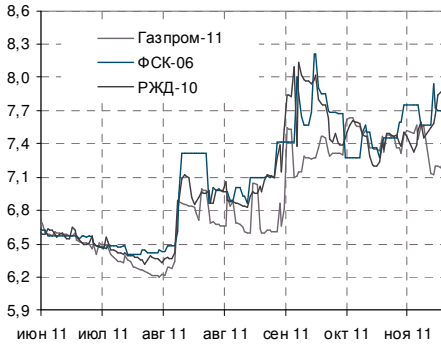


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

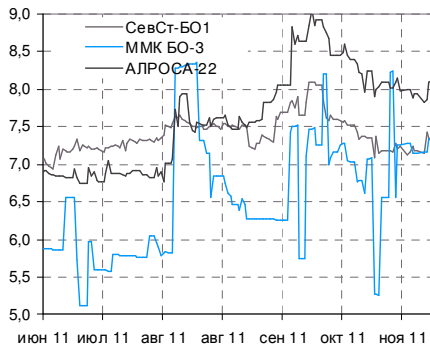


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

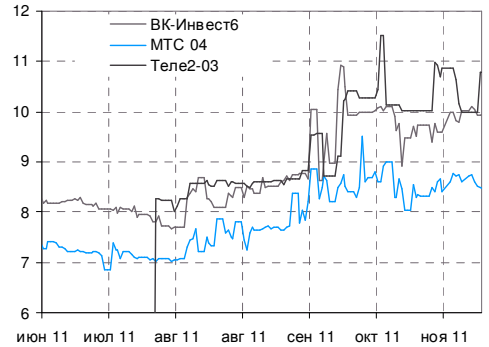
Доходности российских монополий



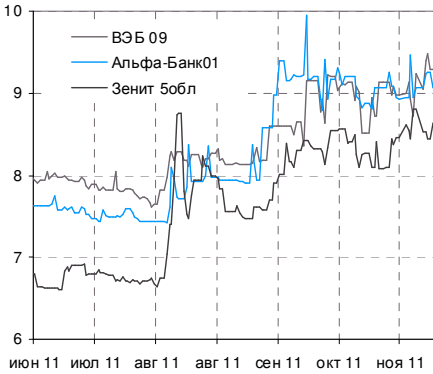
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



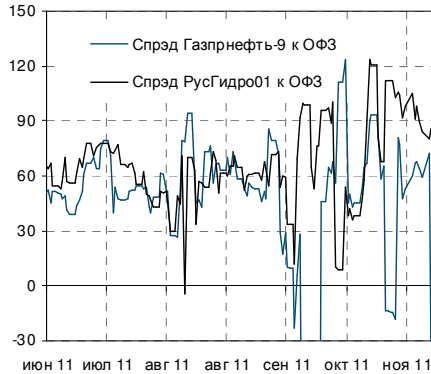
Доходности "Телекоммуникации"



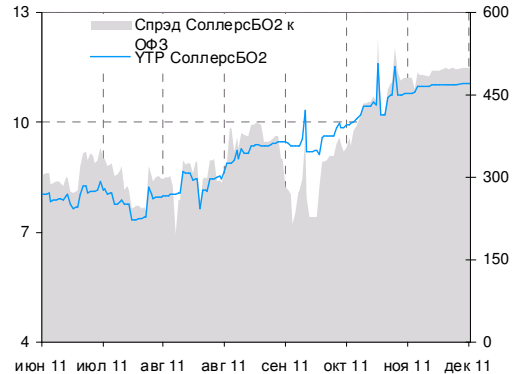
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

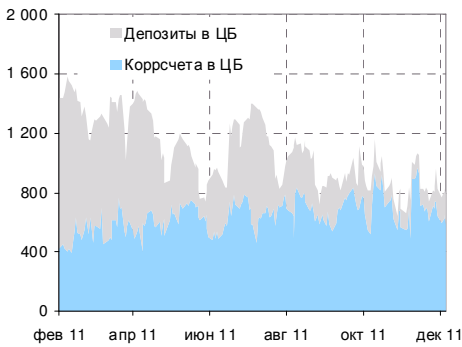


Облигации с текущей доходностью выше 10%

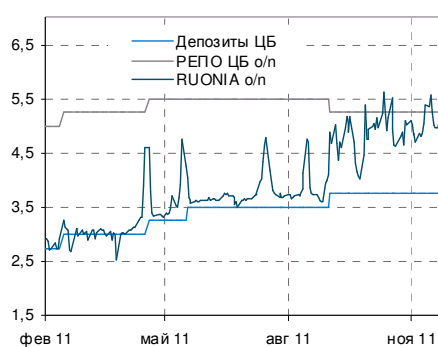


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

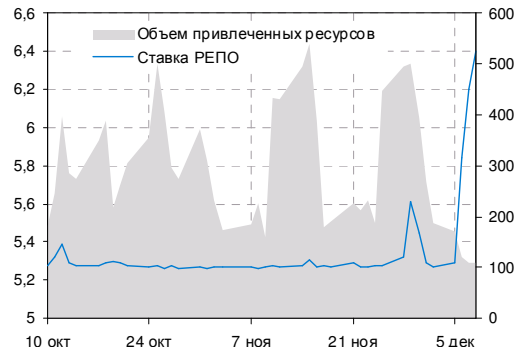
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



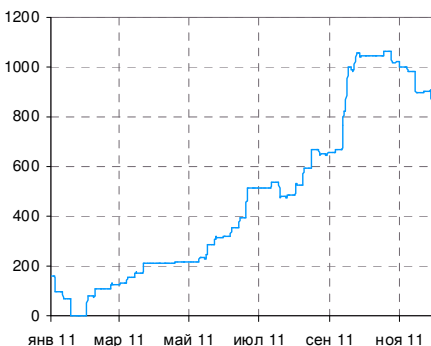
Динамика ставок денежного рынка



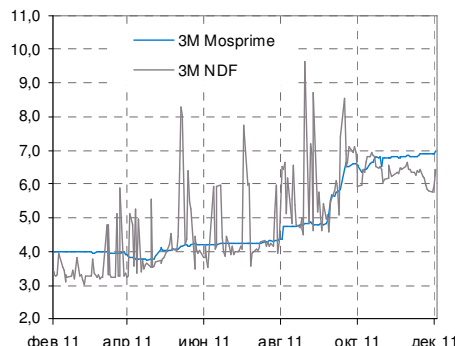
Динамика объемов и ставок РЕПО (o/n)



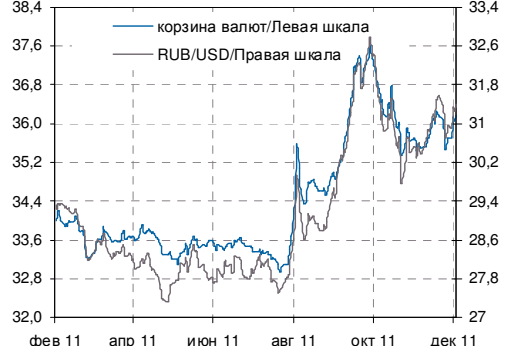
Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Кредитный анализ

Александр Полютов

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.