

Долговые и денежные рынки
29 марта 2013 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Накануне отсутствия торгов на глобальных площадках участники рынка предпочли взять паузу.

Российские еврооблигации

Четверг обозначился покупками в бондах Russia-30 и преимущественно фиксацией в остальных выпусках.

Рублевые облигации

Позитивный день для локального рынка. ОФЗ росли в диапазоне 20-30 б.п. Спрос на бумаги Теле2 после объявления о сделке с ВТБ.

FX/Rates

Национальная валюта вчера продолжала демонстрировать небольшое ослабление.

Наши ожидания

Сегодня в отсутствии западных инвесторов на локальных рынках участники торгов будут показывать низкую активность. Вместе с тем, мы ждем скорее позитивной динамики на долговых рынках.

Главные новости

Группа Черкизово (В2/-/-): первичное предложение.

Размещение компаний потребсектора – довольно большая редкость в настоящее время. Бумаги могут привлечь внимание инвесторов, особенно в свете хорошей отчетности за 2012 г. Но бонды интересны с доходностью от 10,25% годовых.

Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+) – итоги 2012 года по МСФО.

Нейтральная отчетность. Не ждем изменений в кривой облигаций банка.

Ростелеком (-/ВВ+/ВВВ-): слабая отчетность за 2012 год по МСФО.

Динамика выручки оказалась довольно слабой, также как и прибыльность бизнеса. Долговая нагрузка возросла, но остается в разумных пределах. С учетом капвложений 2013 г., у оператора есть потребность в рефинансировании долга.

Сбербанк (Ваа1/-/ВВВ): впечатляющий рост доходов.

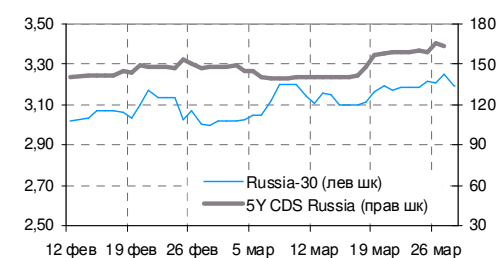
Сбербанк опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. и в целом за 2012 г.: чистая прибыль за квартал в 85 млрд руб. превысила консенсус на 3 млрд руб. за счет более высокого чистого процентного дохода и чистых комиссий. В то же время, несмотря на то, что рост операционных расходов не превысил консенсус-прогноз, он резко увеличил Cost/Income по сравнению с 4 кв. 2011 г. и может ограничить динамику

Россия - основные индикаторы

	значение	изм. б.п
Russia-30	3,19	-6
CDS России	163	-2
MOSPRIME o/n	6,28	0
NDF 3M	6,31	-8

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	911,1	64
Остатки на депозитах, млрд руб.	102,2	-7
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,09	0,04
Корзина (ЦБ), руб	35,05	0,12

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм. б.п
LIBOR 3M	0,28	-0,1
ERIBOR 3M	0,21	-0,1
EUR/USD	1,2822	
UST-10	1,85	0
Германия-10	1,29	2
EFSF-10	1,69	2
Италия - 10	4,76	-2
Испания - 10	5,05	-1
Португалия-10	6,30	0
CDS 5Y Ирландия	183	-5
CDS 5Y Португалия	399	0
CDS 5Y Италия	304	1
CDS 5Y Испания	299	-2

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	486,1	-7
iTRAXX CEEMEA 5Y	187,5	0
iTRAXX SOVX WE 5Y	104,7	1

Рублевые облигации

	доходность	изм. б.п
ОФЗ 25075	5,99	-6
ОФЗ 26205	6,90	-3
ОФЗ 26207	7,38	-1
Газпром-11	7,03	-12
РЖД-10	6,98	-25
ФСК-15	7,55	-17
МТС-05	8,48	-4
ВымпелКом-4	8,53	-5
Металинвест-5	8,60	-4
РусалБр-8	12,56	17
РСХБ-15	7,89	-5

Российские еврооблигации

	доходность	изм. б.п
Russia-18 RUB	6,22	-3
Gazprom-37	5,66	0
Sberbank-21	4,43	0
AlfaBank-21	5,82	3
Evraz-18	5,85	3
Vimpel-22	5,82	4
TNK-BP-18	3,26	7

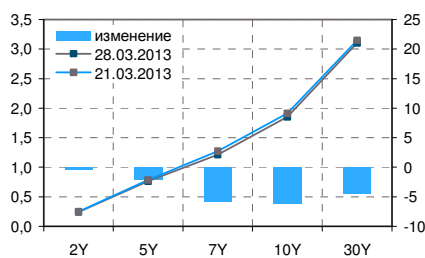
прибыли Сбербанк в текущем году. В целом мы положительно оцениваем опубликованную отчетность.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Кривая доходности гособлигаций США



Накануне отсутствия торгов на глобальных площадках участники рынка предпочли взять паузу.

В четверг торги на глобальных площадках проходили при низкой активности участников. Ожидания, связанные с открытием, после продолжительного перерыва кипрских банков, являлись для инвесторов дополнительным сдерживающим фактором. Тем не менее, отсутствие ажиотажа при снятии наличных немного успокоило рынки. Ключевой же причиной, по которой участники предпочитали не совершать активных операций, предстоящие праздники. Даже публикация данных с рынка труда в США, а также ВВП не вызвала резонанса.

По итогам дня доходность десятилетних гособлигаций Германии составила – 1,288% («+1,9 б.п.»), Франции - 2,022% («+1,3 б.п.»), США - 1,85% («+0,4 б.п.»), Испании – 5,051% («-1,5 б.п.»), Италии – 4,756% («-1,6 б.п.»).

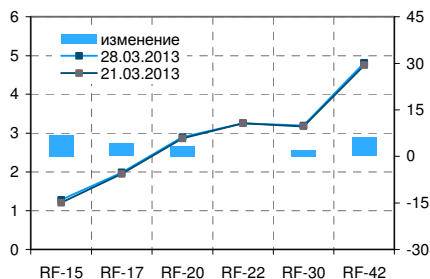
На глобальном валютном рынке вчера также наблюдалась слабая активность. Пара EUR/USD в течение торгов выросла с 1,278х до 1,282х.

*Алексей Егоров
Игорь Голубев*

Российские еврооблигации

Четверг обозначился покупками в бондах Russia-30 и преимущественно фиксацией в остальных выпусках.

Кривая доходности гособлигаций России



И открытие кипрских банков в четверг, и отсутствие усугубления ситуации поддерживало, в том числе сегмент российских еврооблигаций. Выпуск Russia-30 начал день с уверенного роста до 123,9%, где и оставался на протяжении дня. По итогам четверга бонд стоил 123,98% и вырос на 38 б.п. к закрытию среды. Вместе с тем, оставшиеся бумаги на суверенной кривой не могли похвастаться такой же динамикой. Так, бонды Russi-42 показал снижение на 26 б.п., отметим также весомую просадку в бонде Russia-28, продолжающуюся последние два дня, за которые бумага просела на 233 б.п., что стало исключением среди других бумаг. По нашему мнению, здесь сказывается ликвидность, а также разовые продажи. В выпусках Газпрома в основном не было весомой динамики – большинство ценовых движений не выходило за границы «+5/-10 б.п.», за редким исключением, в длинных выпусках. Аналогичная картина была в других «голубых фишках». В бумагах с рейтингом вне инвестиционной категории ситуация несколько усугублялась и фиксация была в рамках 30-50 б.п.

Игорь Голубев

Рублевые облигации

Позитивный день для локального рынка. ОФЗ росли в диапазоне 20-30 б.п. Спрос на бумаги Теле2 после объявления о сделке с ВТБ.

Для локального рынка день преимущественно закончился ростом котировок по большинству бумаг. В сегменте ОФЗ была неплохая торговая активность. В основном динамика была в рамках 20-30 б.п. При этом спрос был как на коротком, так и длинном отрезке кривой. ОФЗ 26207 вчера вырос на 35 б.п. В корпоратах активность была в выпусках Теле2 после объявления о сделке с ВТБ. Бумага СПбтел03 вчера выросла в цене на 40 б.п.

Игорь Голубев

Forex/Rates

Национальная валюта вчера продолжала демонстрировать небольшое ослабление.

Торги на локальном валютном рынке начинались вчера в относительно спокойных настроениях. Курс доллара при этом находился на уровне 30,86 руб. Кроме того, благоприятная ситуация на сырьевых площадках, а также приближающаяся уплата налога на прибыль должны были оказать национальной валюте весомую поддержку. Тем не менее, сильная коррекция на глобальном валютном рынке оказала на рубль не лучшее воздействие. Курс доллара по итогам дня преодолел отметку 31 руб.

На денежном рынке ситуация сохраняется прежней. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах снизилась на 41,6 млрд руб. до 955,4 млрд руб. Увеличение предложения на аукционе прямого РЕПО сроком на один день позволило банкам относительно безболезненно не только уплатить в бюджет налоги, но и погасить отрицательное сальдо, образовавшиеся по операциям по привлечению депозитов казначейства, а также семидневного РЕПО. Ставки на рынке МБК практически не изменились. MosPrime o/n составила 6,28% («+1 б.п.»).

Алексей Егоров

Наши ожидания

Сегодня в отсутствии западных инвесторов на локальных рынках участники торгов будут показывать низкую активность. Вместе с тем, мы ждем скорее позитивной динамики на долговых рынках.

*Алексей Егоров
Игорь Голубев*

Главные новости

Группа Черкизово (B2/-/-): первичное предложение.

Размещение компаний потребсектора – довольно большая редкость в настоящее время. Бумаги могут привлечь внимание инвесторов, особенно в свете хорошей отчетности за 2012 г. Но бонды интересны с доходностью от 10,25% годовых.

Событие. Вчера Группа Черкизово начала пре-маркетинг 3-летних облигаций серии 04 объемом 3 млрд руб. Индикатив ставки купона находится «в области 10% годовых», что соответствует доходности порядка 10,25% годовых к погашению. Размещение бумаг в форме аукциона планируется в середине апреля 2013 г. на ММВБ в котировальном списке «А1». Выпуск отвечает требованиям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Напомним, что совсем недавно (13 марта) Группа Черкизово представила довольно успешные финансовые результаты за 2012 г. по US GAAP (Наш комментарий:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/16b/NOMOS_daily_debt_markets_14_03_2013.pdf).

В 2012 г. компания показала заметное улучшение прибыльности бизнеса, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на рынке зерна и свинины – основной успех обеспечил сегмент птицеводства, показав повышение эффективности, в том числе благодаря успешной интеграции активов Моссельпрома. В результате улучшения операционных показателей метрики Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА снизились – до 2,9х (против 3,5х в 2011 г.) и 2,7х (3,4х) соответственно, хотя в абсолютных цифрах размер долга даже немного подрос («+6,3%» до 900 млн долл.). В 2013 г. мы не ждем улучшения кредитных метрик группы по двум причинам: во-первых, менеджмент ожидает сохранения негативного влияния на финансы компании со стороны неблагоприятных ценовых движений на рынках зерна и свинины, во-вторых, группа планирует значительную инвестпрограмму в объеме 423 млн долл. (против 186 млн

долл. в 2012 г., рост в 2,3 раза). По нашим оценкам, метрика Долг/ЕБИТДА Черкизово может вернуться к значению 2011 г.

Финансовые результаты Группы Черкизово (US GAAP)

млн долл.	2012	2011	Изм., %
Выручка	1 582	1 473	7,4
Операционный денежный поток	244	241	1,3
ЕБИТДА	315	243	29,3
ЕБИТДА margin	19,9%	16,5%	3,4 п.п.
Чистая прибыль	225	136	65,7
margin	14,2%	9,2%	5,0 п.п.
Активы	2 102	1 767	19,0
Денежные средства и их эквиваленты	41	29	43,4
Долг	900	847	6,3
краткосрочный	367	235	56,1
долгосрочный	533	611	-12,9
Чистый долг	859	818	5,0
Долг/ЕБИТДА	2,9	3,5	
Чистый долг/ЕБИТДА	2,7	3,4	

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

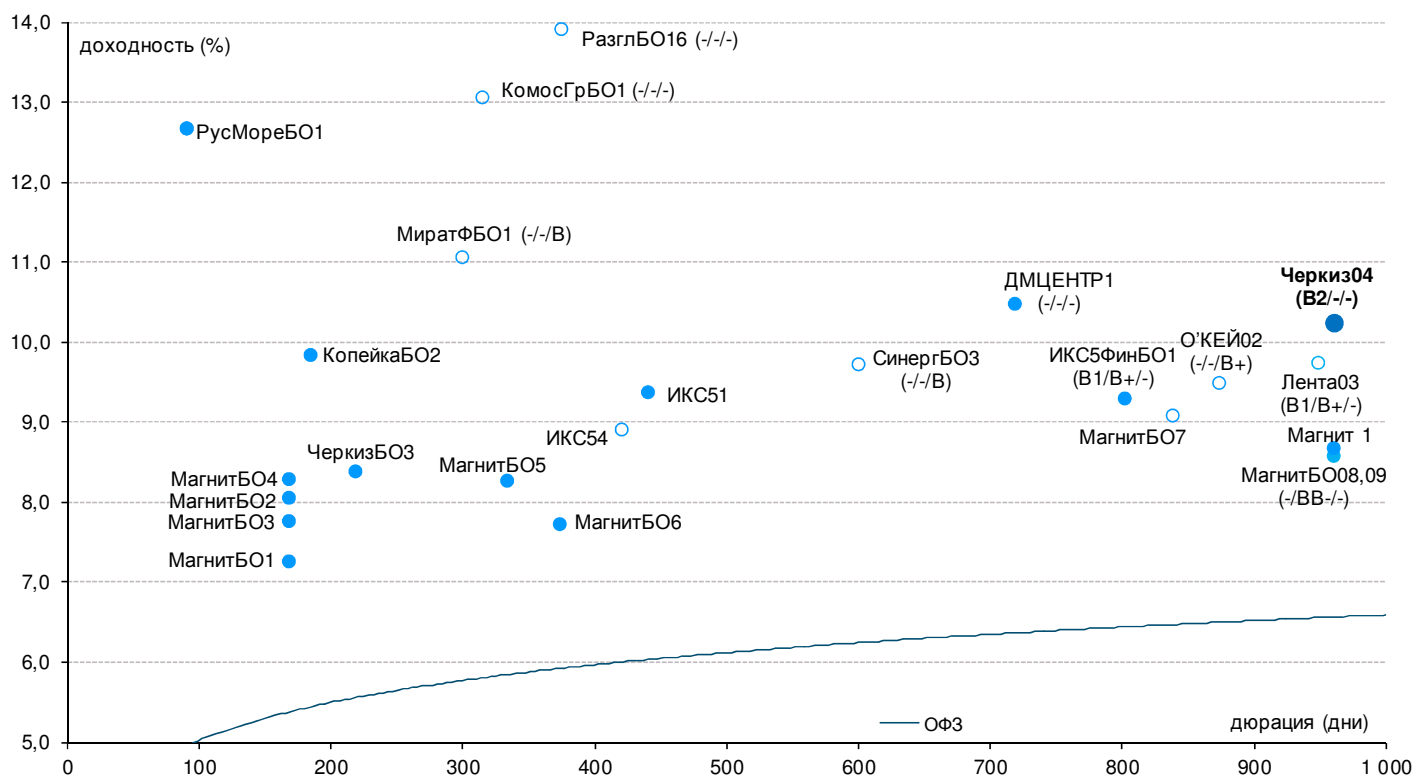
Отметим, что эмитенты из потребсектора уже длительное время не выходили на первичный рынок заимствований. При этом ликвидность выпусков в обращении крайне низкая, в том числе по обращающемуся бонду Черкизово БО-03. Тем не менее, его текущая доходность формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 270-280 б.п. (новое предложение около 360 б.п.). Других бумаг представителей потребсектора на рассматриваемом отрезке дюрации нет, в то же время весьма обширно расположились бумаги продуктовых ритейлеров как: О'КЕЙ (-/-/В+), Лента (В1/В+/-), Магнит (-/ВВ-/-) и ИКС 5 Финанс (В1/В+/-). Учитывая рейтинговые оценки и размеры бизнеса, наиболее показательными могли бы стать уровни доходностей выпусков О'КЕЙ и Ленты, которые к тому же относительно недавно выходили на рынок и ликвидность в бумагах еще присутствует. В настоящее время доходность О'КЕЙ серии 02 составляет 9,49% годовых (дюрация 871 дн.), а Лента 03 – 9,74%(948 дн.), которые формируют спрэд к кривой ОФЗ порядка 310-320 б.п. В свою очередь, новые бонды Черкизово предлагают премию к этим бумагам порядка 40-50 б.п., что за разницу в рейтингах (на 1 ступень ниже) и риски роста уровня долговой нагрузки вполне достаточно. Вряд ли облигации Черкизово смогут представлять интерес для инвесторов при меньшей доходности, чем 10,25% годовых. В то же время конкуренцию выпуску на вторичном рынке могут составить бумаги ЛСР (В2/-/В) серии БО-05 (УТМ 10,27%/461 дн.), которые при меньшей срочности предлагают аналогичную доходность, но бумаги интересны скорее для инвесторов, готовым к рискам строительного сектора.

Финансовые результаты сравниваемых компаний

млн долл.	Черкизово	О'КЕЙ		Лента
	(В2/-/-)	(-/-/В+)		(В1/В+/-)
	US GAAP	МСФО		МСФО*
	2012	2011	1H2012	2012
Выручка	1 583	3 168	1 771	3 537
ЕБИТДА	315	255	121	409
ЕБИТДА margin	19,9%	8,1%	6,8%	11,6%
Чистая прибыль	225	110	48	n/a
margin	14,2%	3,5%	2,7%	-
Активы	2 102	1 358	1 323	n/a
Долг	900	375	427	962
краткосрочный	367	165	277	126
долгосрочный	533	210	150	836
Чистый долг	859	284	380	848
Долг/ЕБИТДА	2,9	1,5	1,5	2,4
Чистый долг/ЕБИТДА	2,7	1,1	1,4	2,1

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций эмитентов потребсектора и розницы (28.03.2013 г.)



Александр Полютков

Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+) – итоги 2012 года по МСФО.*Нейтральная отчетность. Не ждем изменений в кривой облигаций банка.***Событие.** Банк ЗЕНИТ представил инвесторам отчетность по МСФО за 2012 год.

Комментарий. Мы нейтрально оцениваем представленные результаты. Некоторый негатив присутствует из-за низких темпов развития банка, сохранения непрофильной недвижимости на балансе и небольшого снижения рентабельности. При этом также наблюдается некоторый рост NPL (90+). В «плюс» отметим высокий уровень достаточности капитала и поддержку акционеров.

- **Низкие темпы роста.** По итогам 2012 года активы банка выросли на 6%, кредитный портфель – на 7%, что заметно ниже среднеотраслевых значений. Менеджмент это объясняет снижением темпов экономического роста и ужесточением денежно-кредитной политики в РФ. При этом в основном продемонстрированный рост обеспечивало розничное направление: объем задолженности физлиц прибавил 44%, в то время как корпоративный портфель вырос на 4%. В результате доля розничного сегмента в кредитовании выросла с 8% до 11%. Основные точки роста: ипотека, потребкредитование и автокредитование. Объем операций по кредитованию со связанными сторонами вырос в 1,7 раза, но остается низким – около 3% портфеля.
- **Рост NPL.** NPL (90+) вырос с 4,1% до 4,3%. Вероятно, это стало следствием роста розничного кредитования.
- **Недвижимость на балансе.** Совокупный объем «непрофильных» активов на балансе – 6,7 млрд руб. При этом банк разделяет для себя проекты, связанные со строительством и дальнейшей реализацией (3 млрд руб.), недвижимость, которая сдается в аренду (0,7 млрд руб.), и недвижимость, полученная в качестве залога по неисполненным обязательствам (3 млрд руб.) в 2010-2011 годах, которую также планируется реализовать. Таким образом, в перспективе мы ждем реализации активов в объеме на сумму порядка 6 млрд руб., однако пока она находится на балансе, «консервируя» часть активов банка.
- **Небольшое снижение прибыльности.** В 2012 году мы наблюдали небольшое

снижение показателей эффективности деятельности: RoAA упал с 1,1% до 1,0%, RoAE – с 10,9% до 10,5%, NIM – с 4,1% до 3,8%. Таким образом, несмотря на рост доли более прибыльного розничного сегмента в кредитном портфеле, банк по маржинальности все же ушел несколько вниз. Возможно, это отчасти это связано с ростом доли физлиц и в средствах клиентов – с 41% до 43%.

- **Достаточность капитала.** В 2012 году были пролонгированы до 2022 года субординированные депозиты, привлеченные Банком ЗЕНИТ от Татнефти на общую сумму 3,2 млрд руб. и 15 млн долл. Также в январе 2013 года Банк ЗЕНИТ привлек субординированный кредит от своего акционера в размере 3,6 млрд руб. сроком на 10 лет под 9% годовых. В результате, Н1 на 1 март 2013 года составил 13,83%.

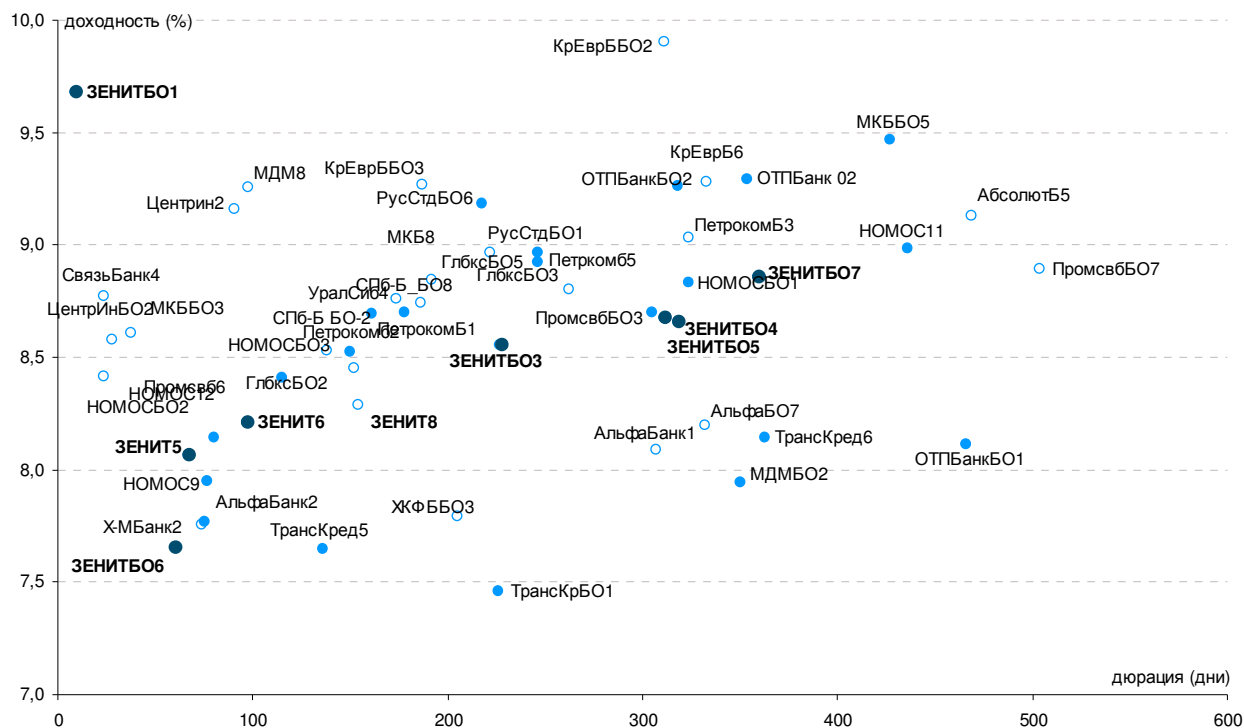
Поскольку никаких сюрпризов отчетность не принесла, мы не ждем изменений в доходностях бумаг банка.

Финансовые показатели Банка ЗЕНИТ по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	2011	2012	2012 / 2011
Активы	199,8	246,7	260,9	6%
Кредиты (net)	127,0	164,3	176,9	8%
Кредиты (gross)	136,8	174,8	187,3	7%
доля в активах	63,6%	66,6%	67,8%	---
NPL (>90дн.)	5,3%	4,1%	4,3%	---
Покрытие NPL резервами	1,35	1,47	1,29	---
Кредиты / Средства клиентов	1,09	1,16	1,16	---
уровень резервов	7,2%	6,0%	5,6%	---
Вложения в финансовые активы	23,5	23,6	27,0	15%
доля в активах	11,8%	9,6%	10,4%	---
Инвестиционная собственность	2,5	5,3	6,7	27%
доля в активах	1,3%	2,1%	2,6%	---
Средства клиентов	116,2	142,2	152,6	7%
доля в активах	58,1%	57,7%	58,5%	---
Кoeffициент достаточности общего капитала	16,3%	13,9%	15,0%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	7,0	7,4	7,8	4%
Прибыль	3,7	2,5	2,7	6%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2012	2012 / 2011
Рентабельность собственных средств	17,5%	10,9%	10,5%	-0,5%
Рентабельность активов	1,9%	1,1%	1,0%	-0,1%
NIM	4,5%	4,1%	3,8%	-0,4%
С / I	51,0%	58,0%	57,7%	-0,3%

Источник: данные банка, расчеты НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

Ростелеком (-/ВВ+/ВВВ-): слабая отчетность за 2012 год по МСФО.

Динамика выручки оказалась довольно слабой, также как и прибыльность бизнеса. Долговая нагрузка возросла, но остается в разумных пределах. С учетом капвложений 2013 г., у оператора есть потребность в рефинансировании долга.

Событие. Вчера Ростелеком представил отчетность за 2012 г. по МСФО.

Комментарий. Выручка оператора в долларах практически не изменилась в свете ослабления рубля и составила 10,34 млрд долл. («+0,8%» к 2011 г.), хотя в рублях ее динамика составила «+7%». Тем не менее, она довольно слабая на фоне других операторов, что в первую очередь обусловлено продолжившейся миграцией трафика из традиционных видов связи к новым. Так, поступления доходов от местной связи снизились на 3% (в рублях), внутризоновой связи – на 12%, МГ/МН – на 15%. В то же время выручка от ШПД выросла на 7% (49,8 млрд руб.), платное ТВ – на 36% (до 9,1 млрд руб.), передача данных – на 10% (до 20,8 млрд руб.). Рост доходов мобильной связи был незначительным – всего на 1% до 41,2 млрд руб., активизация строительства сетей 3G пока не нашло отражения в цифрах.

В 2012 г. у оператора снизилась прибыльность бизнеса – OIBDA margin составила 36,9% («-2,1 п.п.»), что ниже, чем по отрасли (42-42%). Влияние на маржу оказали расходы на персонал, которые выросли 11% из-за низкой базы в 2011 г. (состоялось единовременное уменьшение расходов по пенсионным планам), найма коммерческого персонала в мобильный сегмент, создания резервов по компенсациям сотрудникам (готовится 20% оптимизация административного персонала в 2013 г.).

В результате OIBDA снизилась на 4,7% до 3,8 млрд долл., а чистая прибыль – на 21,6% до 1,1 млрд долл. (здесь влияние также оказали возросшие процентные расходы на 15,9% до 515 млн долл.).

Долговая нагрузка оператора возросла на фоне увеличения размера долга («+31,5%» до 7,059 млрд долл.) и снижения операционных показателей. В результате, метрика Долг/OIBDA составила 1,9x (1,3x в 2011 г.), а Чистый долг/OIBDA – 1,8x (1,3x), но в целом остались на приемлемом уровне. В 2013 г. оператор ожидает программу капвложений порядка 20% выручки или более 2 млрд долл., кроме того, ему предстоит погашение 2,09 млрд долл. Очевидно, что Ростелеком предпримет попытки рефинансировать долг, в том числе и за счет рублевых облигаций. Оператор уже разместил 2 выпуска серий 18 и 19 на 20 млрд руб. (или более 640 млн долл.). Учитывая слабую отчетность, вряд ли стоит ждать роста котировок этих бумаг на вторичном рынке.

Финансовые показатели Ростелеком (МСФО)

млрд долл.	2012	2011	Изм., %
Выручка	10,338	10,257	0,8
Операционный денежный поток	3,097	2,904	6,6
OIBDA	3,815	4,005	-4,7
OIBDA margin	36,9%	39,0%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	1,134	1,447	-21,6
margin	11,0%	14,1%	-3,1 п.п.
Активы	19,097	16,450	16,1
Денежные средства и их эквиваленты	0,341	0,229	49,0
Долг	7,059	5,368	31,5
краткосрочный	2,091	2,515	-16,9
долгосрочный	4,969	2,853	74,2
Чистый долг	6,718	5,139	30,7
Долг/OIBDA	1,9	1,3	
Чистый долг/OIBDA	1,8	1,3	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютов

Сбербанк (Ваа1/-/ВВВ): впечатляющий рост доходов.

Сбербанк опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. и в целом за 2012 г.: чистая прибыль за квартал в 85 млрд руб. превысила консенсус на 3 млрд руб. за счет более высокого чистого процентного дохода и чистых комиссий. В то же время, несмотря на то, что рост операционных расходов не превысил консенсус-прогноз, он резко увеличил Cost/Income по сравнению с 4 кв. 2011 г. и может ограничить динамику прибыли Сбербанка в текущем году. В целом мы положительно оцениваем опубликованную отчетность.

Событие. Сбербанк вчера опубликовал отчетность по МСФО за 4 кв. 2012 г и в целом за 2012 г.

Комментарий. Чистая прибыль Сбербанка за 4 кв. по МСФО в 85 млрд руб. превысила консенсус на 3 млрд руб. в первую очередь за счет более высокого чистого процентного дохода и чистых комиссий.

Большой, чем ожидалось, прирост чистого процентного дохода позволил Сбербанку увеличить чистую процентную маржу в 4 кв., что особенно важно в рамках ее ожидаемого падения в текущем году на фоне проводимого Сбербанком снижения процентных ставок по кредитам.

Мы также отмечаем быстрый рост чистых комиссий во многом благодаря ставшему типичным для российских банков в 2012 г. тренду по росту комиссий по операциям с пластиковыми картами, ставших крупнейшей статьёй комиссионных доходов. Дальнейший рост этого вида комиссий будет поддерживать доходы Сбербанка в 2013 году на фоне ожидаемого снижения процентной маржи.

Квартальная прибыль от торговых операций в 11,8 млрд руб. стала рекордной за 2012 г. – в первую очередь, за счет доходов от операций с иностранной валютой в 15,2 млрд руб. Менеджмент объясняет это интеграцией Тройки Диалог и ростом объема операций с использованием клиентской базы Сбербанка и технологической базы Тройки.

В качестве негативного результата необходимо отметить резкое снижение прочих чистых операционных расходов в 4 кв., превысившее 14 млрд руб. Оно связано с изменением операционных показателей нефтяной компании Дулизма и ритейлера Вестер, которые Сбербанк консолидировал до конца 2012 г. В декабре 2012 г. Сбербанк реализовал всю свою долю владения в Дулизме и 38% долю владение в Вестере. Оставшаяся 16% доля владения в Вестере стала классифицироваться как инвестиционные ценные бумаги, доступные для продажи.

Рост операционных расходов не превысил консенсус-прогноз, тем не менее, он резко увеличил Cost/Income до резервов в 4 кв. 2012 г. по сравнению с 4 кв. 2011 г., что, при сохранении этой тенденции, может ограничить динамику прибыли Сбербанка в текущем году. Отчетность Сбербанка за 1 кв. 2013 г. продемонстрирует, насколько обоснованы эти опасения.

Финансовые результаты Сбербанка по МСФО за 4 кв. и в целом за 2012 г.

млрд. руб.	4 кв. 2011	3 кв. 2012	4 кв. 2012	КВ-К-КВ, %	Г-К-Г, %	2011	2012	Г-К-Г, %
Чистые процентные доходы до резервов	159	180	201	12%	26%	561	705	26%
Восстановление (расходы) по резервам	6.6	-11.7	-10.9	-7%	-265%	1	-22	-
Чистые комиссии	41	42	50	20%	23%	141	170	21%
Прочие операционные доходы	12	13	4	-68%	-66%	41	46	11%
Операционные расходы	-94	-109	-137	25%	45%	-348	-451	30%
Чистая прибыль	54	88	85	-3%	58%	248	348	40%
Кредитный портфель после вычета резервов	7 720	9 919	10 499	5.9%	36%	7 720	10 499	36%
Совокупные активы	10 835	13 756	15 097	9.8%	39%	10 835	15 097	39%
Чистая процентная маржа*	6.8%	6.2%	6.3%			6.4%	6.1%	
Резервы/Кредитный портфель до резервов	7.9%	5.5%	5.3%			7.9%	5.3%	
Стоимость риска	-0.34%	0.47%	0.40%			0.0%	0.2%	
Расходы/Доходы до резервов	44%	47%	54%			47%	49%	
Доход на средний капитал (ROAE)	17.6%	23.8%	21.6%			28.0%	24.1%	

* как % чистых процентных доходов от средних активов, генерирующих чистый процентный доход, до резервов

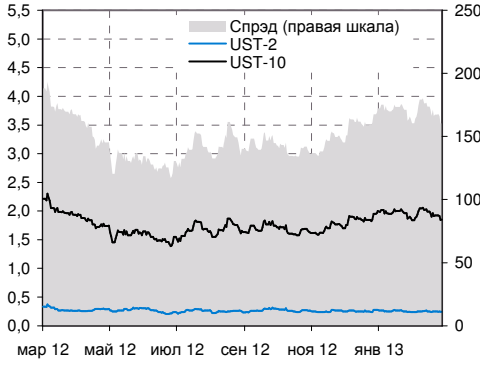
Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Источники: отчетность компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

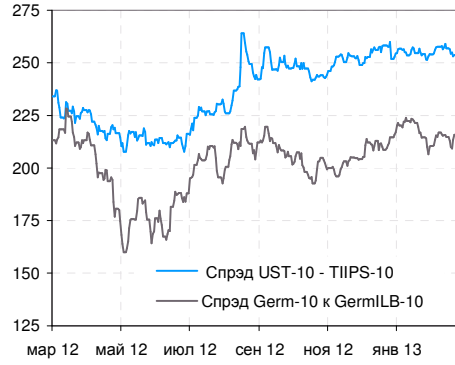
Андрей Михайлов, FCCA

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

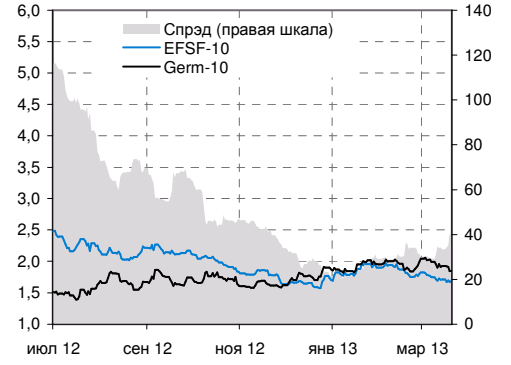
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



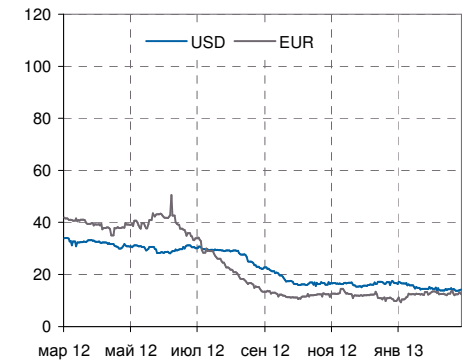
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

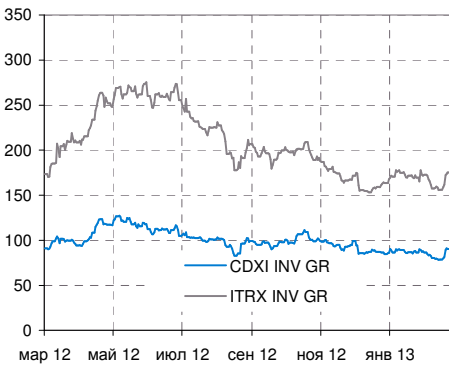


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

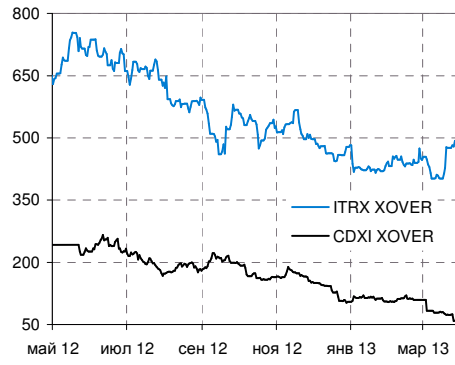


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

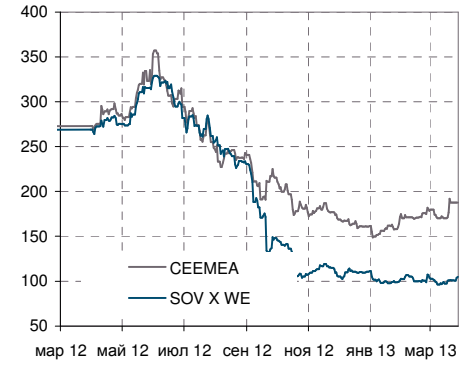
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over



ITRX / Governments

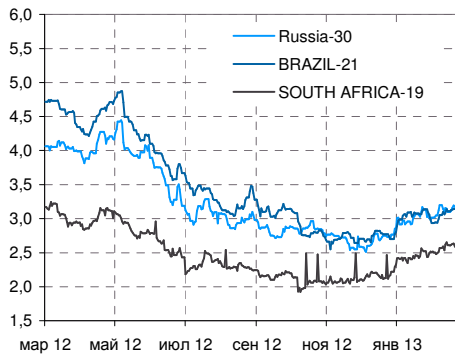


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

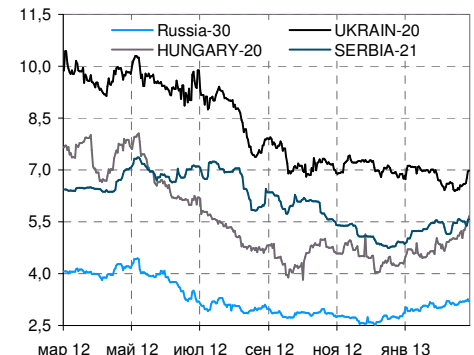
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

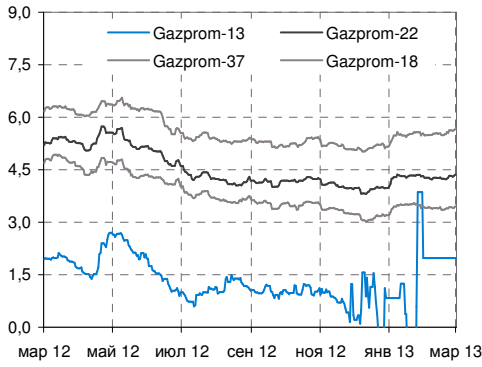


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

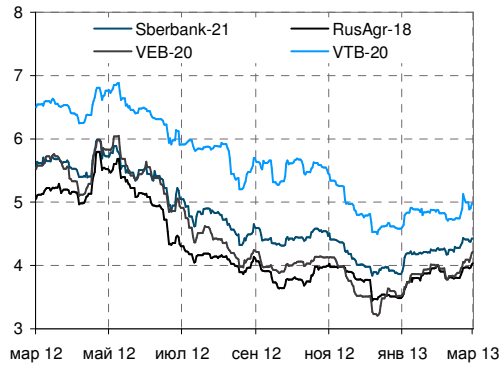


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

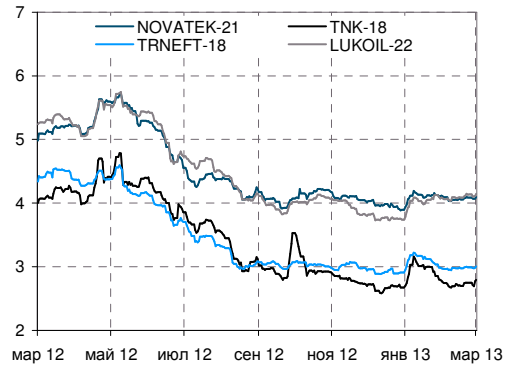
Еврооблигации Газпрома



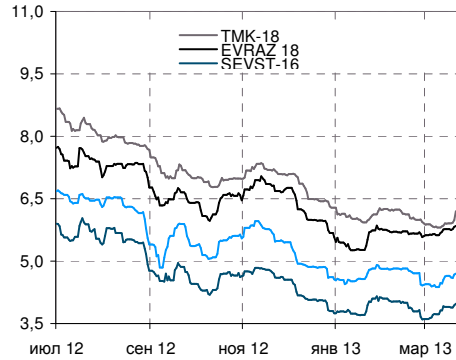
Евробонды госбанков



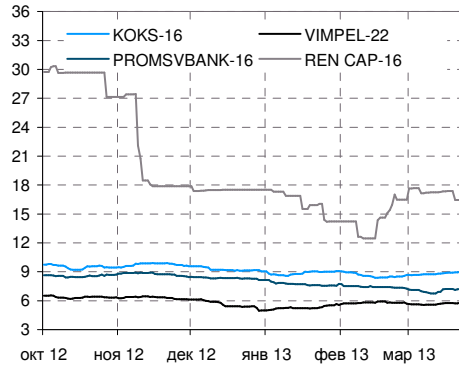
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



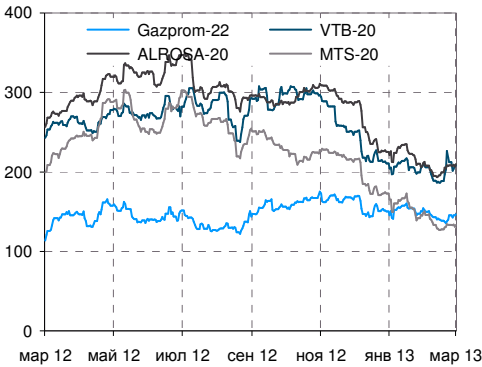
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



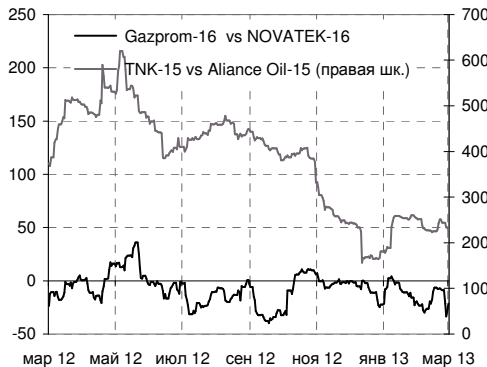
Еврооблигации, номинированные в рублях



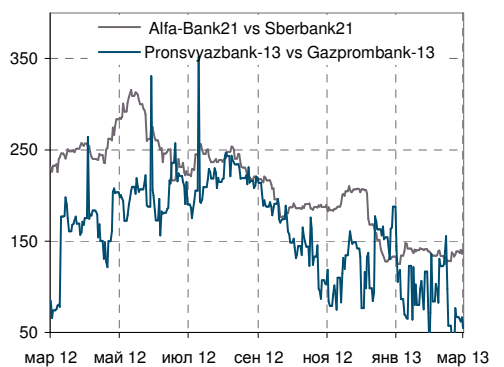
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

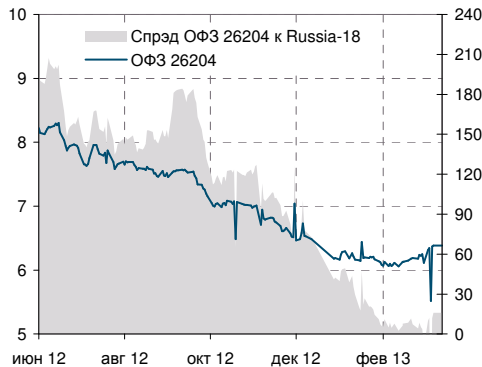


Спрэды в банковском секторе



ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

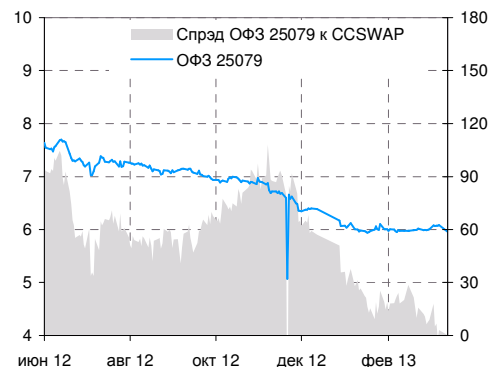
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

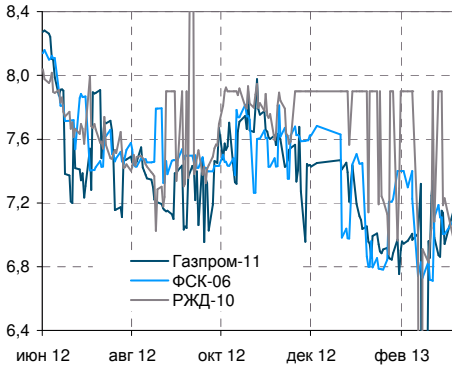


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

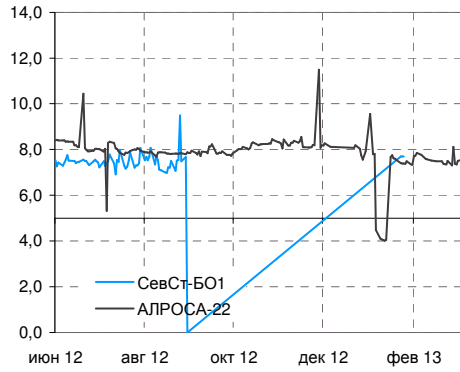


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

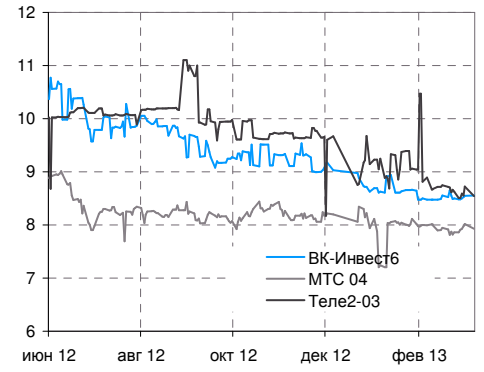
Доходности российских монополий



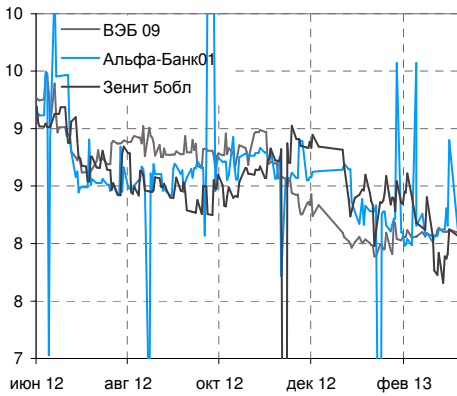
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



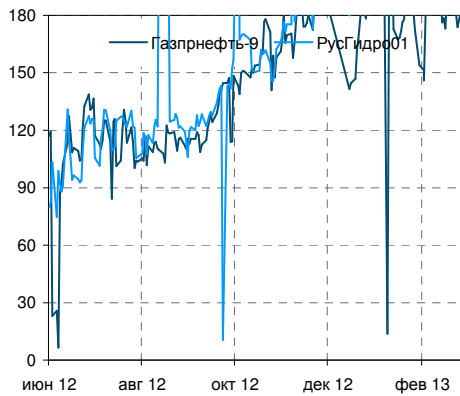
Доходности "Телекоммуникации"



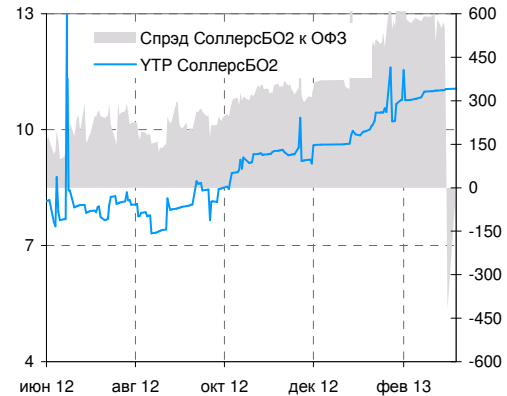
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

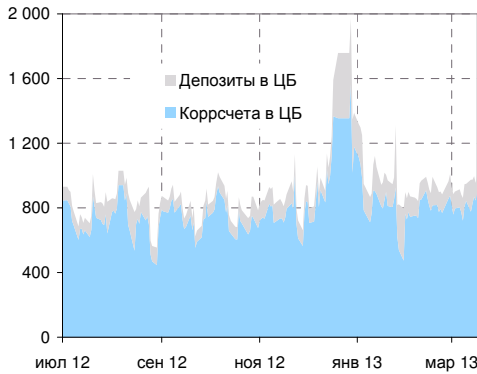


Облигации с текущей доходностью выше 10%

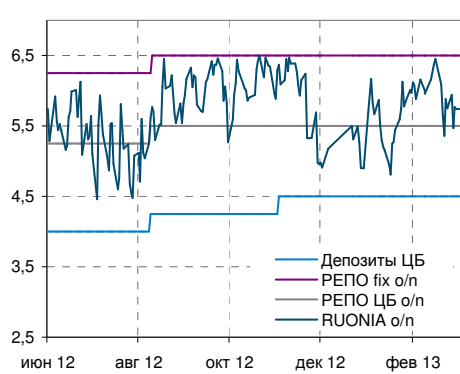


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

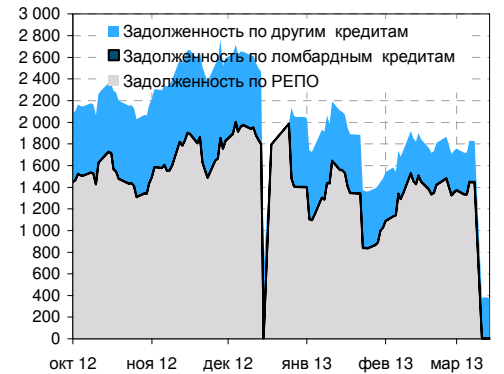
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



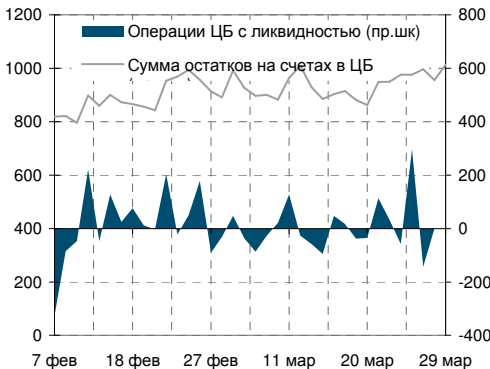
Динамика ставок денежного рынка



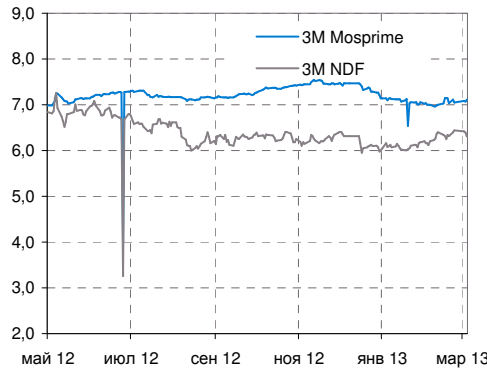
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



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

ТЭК

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волос, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

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 и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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 банков 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 и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 и Ханты-Мансийский банк не берут 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 и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.