

18 марта 2010

## Содержание

- **Предварительные результаты Промсвязьбанка за 2009 год по МСФО** Стр 1
- **Краткосрочные рекомендации** Стр 3
- **Аукцион ОБР** Стр 3

## Предварительные результаты Промсвязьбанка за 2009 год по МСФО

Вчера, Промсвязьбанк опубликовал предварительные финансовые результаты за 2009 год по МСФО. Хотя в полном объеме отчетность будет доступна инвесторам не раньше апреля, некоторые из раскрытых на сегодняшний день данных дают представление о тенденциях развития банка во втором полугодии 2009. Ключевой проблемой банка в прошлом году вполне ожидаемо оказалась просрочка и низкий уровень достаточности капитала, несмотря на снижение кредитного портфеля. В целом мы считаем, что кредитное качество банка остается весьма приемлемым, но его рублевые облигации выглядят переоцененными на фоне облигаций МДМ-Банка.

**Промсвязьбанк предоставил предварительные результаты по МСФО за 2009 год**

### Основные показатели Промсвязьбанка за 2009 год по МСФО

Год	Кредитный портфель, млрд руб.	Достаточность капитала (Tier I), %	Проблемные кредиты / кредитный портфель	Резервы / Кредитный портфель	Cost-to-income	Чистая процентная маржа*	Комиссионный доход / усредненные активы
2009	303	9.9%	12.5%	12.7%	39.5%	1.56%	1.65%
1п2009	313	10.4%	8.7%	9.3%	39.1%	1.16%	1.34%
2008	319	9.7%	2.8%	5.8%	43.9%	2.97%	1.25%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

\* = (чистый процентный доход - расходы на создание резервов) / усредненные работающие активы

Кредитный портфель Промсвязьбанка (ПСБ) сократился в 2009 году на 5%, что исходя из наших оценок, меньше, чем у остальных крупнейших частных банков. При этом, розничный и корпоративный портфели банка сократились на 19% и 4%, соответственно, а рост произошел в основном в сегменте кредитования малого и среднего бизнеса (+19%). Тем не менее, корпоративные кредиты по-прежнему занимают львиную долю портфеля – 79% на конец 2009 года. Частично столь незначительное (по меркам 2009 года) сокращение портфеля может быть вызвано высокой долей реструктурированных кредитов, однако данную информацию ПСБ перестал раскрывать даже в полном комплекте отчетности по МСФО.

**Кредитный портфель банка сократился не существенно и в основном представлен корпоративными кредитами**

С учетом незначительного сокращения портфеля, доля проблемных кредитов продолжала увеличиваться во втором полугодии, но уже гораздо менее пугающими темпами и на конец года достигла 12.7% кредитного портфеля. Стоит отметить, что в абсолютном выражении просрочка увеличилась на 44% во 2п2009 года. Резервов банка по-прежнему достаточно лишь для покрытия отраженных на балансе проблемных кредитов и мы сомневаемся, что этого запаса банку хватит для того, чтобы компенсировать непредвиденные убытки по остальной части портфеля (в т.ч. по реструктурированным кредитам). Очевидным препятствием для большего объема резервирования служила низкая достаточность капитала банка в 2009 году.

**Проблемная задолженность продолжала расти во 2-м полугодии. Резервы могут оказаться недостаточными**

На конец 2009 года достаточность капитала Tier I составила 9.9% (TCAR=14.5%), что с учетом текущей макроэкономической ситуации в России (а, следовательно, и в кредитном портфеле банка) является достаточно низким уровнем. Тем не менее, уже в начале 2010 года банк провел дополнительную эмиссию акций в пользу EBRR и своего старого партнера, Commerzbank, что заметно укрепило капитальную позицию ПСБ. По информации, приведенной банком, если бы данные средства были учтены в капитале на конец 2009 года, то показатели его достаточности Tier I и TCAR составили бы 11.4% и 15.6%, соответственно.

Судя по всему, ПСБ придерживался довольно лояльной политики в отношении своих сотрудников, а также регионов присутствия, что выразилось в умеренном сокращении операционных издержек. Тем не менее, показатель cost-to-income находился на весьма приемлемом для банка такого масштаба уровне в 39.5%. Довольно стабильным источником прибыли для ПСБ оказались комиссионные доходы, которые в 2009 году продемонстрировали рост как в абсолютном значении (+19%), так и в относительном (+30% при пересчете к усредненным работающим активам).

С точки зрения ликвидности банка мы отмечаем довольно позитивную ситуацию – на конец 2009 года запас ликвидных активов составил 154 млрд рублей или 33% от совокупных активов. Рост данного показателя был обусловлен как увеличением депозитной базы банка, так и недостаточными возможностями по развитию качественного кредитования в течение 2009 года. В результате соотношение чистого кредитного портфеля к депозитам снизилось впервые за последние 5 лет ниже 100% и составило 91% на конец года. Порядка 1/3 ликвидных активов приходится на портфель облигаций, который на 35% состоит из ОФЗ и на 2/3 из корпоративных облигаций и банковских векселей.

В целом, опубликованные результаты ПСБ не преподнесли никаких сюрпризов и вполне отражают довольно тяжелую ситуацию, в которой оказались многие российские банки в 2009 году. Мы полагаем, что ПСБ довольно успешно справляется с последствиями кризиса, однако в полной мере о качестве такой работы мы не можем судить из-за недостаточного объема раскрытия информации, который мы ожидаем увидеть в полном комплекте отчетности по МСФО за 2009 год.

В то же время мы отмечаем, что хотя кредитный профиль ПСБ и выглядит весьма устойчивым, его рублевые облигации являются явно переоцененными и едва ли привлекательны для покупки. Так, доходность выпуска Промсвязьбанк-6 составляет на сегодняшний день 7.5% при дюрации 0.7 лет. В то же время, рублевые бумаги МДМ Банк БО-1 предлагают доходность в 9.2% с дюрацией 2.3 года. С учетом премии за дюрацию, разница в доходностях данных выпусков составляет порядка 70 б.п., что по нашему мнению не оправдано с кредитной точки зрения. Инвесторам, уверенным в дальнейшей позитивной динамике рынка мы рекомендуем переключаться из бумаг Промсвязьбанка в облигации МДМа.

**Достаточность капитала была слабой на протяжении 2009 года, однако в начале 2010 ситуация исправилась**

**Расходы были под контролем, а комиссии оказались довольно устойчивым источником прибыли**

**В ликвидности банка проблем не видим**

**Кредитное качество ПСБ весьма устойчиво,...**

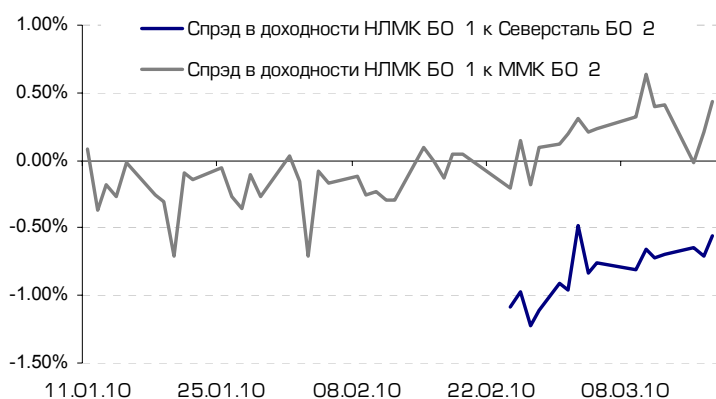
**... но облигации чересчур дороги**

## Краткосрочные рекомендации

### Выу НЛМК БО-1

По нашему мнению бумаги НЛМК (BBB- от S&P) являются недооцененными относительно облигаций других металлургических компаний более низкого кредитного качества ММК (BB от Fitch) и Северстали (BB- от S&P). В этой связи мы обращаем внимание на выпуск НЛМК БО-1 (дюрация 2.3 года, доходность 7.78%), который на наш взгляд выглядит предпочтительнее бумаг Северсталь БО-2 (дюрация 2.6 лет, доходность 8.34%) и более коротких облигаций ММК БО-2 (дюрация 1.6 лет, доходность 7.34%).

Мы считаем, что спрэд между доходностью Северсталь БО-2 и НЛМК БО-1 в размере 50 б.п. является слишком узким и не соответствует разнице в их кредитных рейтингах в 3 ступени. Спрэд между доходностью НЛМК БО-1 и ММК БО-2, составляющий сейчас 45 б.п., наоборот нам кажется слишком широким, учитывая различия в кредитном качестве и очень небольшой наклон кривой ОФЗ и Москвы на сроках 1.5-2.5 года.



### Аукцион ОБР

Сегодня ЦБ проводит доразмещение шестимесячных ОБР 13 серии на 200 млрд. руб. Учитывая благоприятную конъюнктуру на денежном рынке и рынке облигаций на фоне роста цен на нефть и возобновившегося укрепления рубля, мы ожидаем высокий спрос на аукционе. В настоящий момент ставки NDF 6M и MosPrime 6M находятся на уровне 4.05% и 4.85% соответственно. В этой связи мы считаем, что средневзвешенная доходность на сегодняшнем аукционе ОБР сложится на уровне 4.5%.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А  
Телефон (+7 495) 721 9900  
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893  
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

### Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609  
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231  
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971  
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

### Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9976  
Александр Глебов aglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857  
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2834

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845  
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835  
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297  
Дмитрий Румянцев droumiantsev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2817  
Анастасия Байкова abaikova@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9114  
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184  
Тимур Файзуллин tfaizullin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

**Аналитика**

**Операции на рынке  
облигаций**

**Организация  
облигационных займов**

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.