

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Белоруссия** может в 2011 г доразместить евробонды на **USD200 млн.**; ставки могут еще вырасти
- **ЕЦБ** готов действовать в случае роста инфляционных ожиданий; повышение ставок по-прежнему выглядит маловероятным
- Доверие к экономике **Германии** выросло до максимума за 20 лет; **евро** укрепился к доллару; на динамику единой европейской валюты повлияют итоги аукционов
- **Fitch** может уже в сентябре 2011 г **повысить рейтинг РФ**; пока рейтинговое действие не выглядит очевидным
- **Fitch** отметило сохраняющуюся вероятность **понижения рейтингов** европейских стран; не ждем активных действий со стороны агентств до марта
- В корпоративных евробондах в пятницу единого **тренда не было**; суверенные бумаги пользовались спросом; спред **Russia 30 – UST 10** сузился до 137 бп
- Выкуп **UST** поддержал цены суверенного долга, первичное предложение UST на неделе составит **USD99 млрд.**
- **Метинвест** продолжает парад первичных размещений 2011 г.; ждем премии в **70 бп** к кривой Укрэксимбанка ([стр. 2-3](#))
- **Укрэксимбанк** проводит ряд встреч с инвесторами, намерен разместить евробонды в гривнах

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **НДПИ и акцизы** не представляют серьезной угрозы денежному рынку; чреватые лишь небольшим временным повышением **ставок**
- **Рубль** немного **ослаб** к корзине; **ожидаем коррекции** по мере активизации продаж валютной выручки экспортерами под уплату налогов
- **Промсвязьбанк** и **Альфа-Банк** размещают **рублевые облигации**; предложение Альфа-Банка более интересное
- **Альянс Ойл** занимает еще и еще, в резерве у эмитента как минимум 2 дополнительных выпуска
- **Вторичный рынок** в пятницу был скучен; небольшая коррекция в **ОФЗ** ([стр. 4-5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Альфа-Банк** выразил интерес к покупке **Банка Москвы**; думаем, что, несмотря на создание видимости конкуренции за актив, судьба Банка Москвы решена
- **Номос-Банк** предоставил умеренно позитивные итоги по МСФО за 9М 2010; нейтрально для облигаций банка
- **НЛМК**: рост вложений в связи с приобретением угольного месторождения не критичен; бумаги неинтересны ([стр. 6-8](#))
- **Новатэк** раскрыл объем планируемой инвестпрограммы на 2011 год: около RUB30 млрд. против RUB23 млрд. в 2010; посилено для компании
- **НМТП**: сделки по покупке Приморского Торгового Порто и продаже контрольного пакета закрыты; ждем отражения итогов этого в финотчетности 1К 2011 года

СЕГОДНЯ

- Статистика ЕС: индекс PMI в Германии, индекс PMI в ЕС

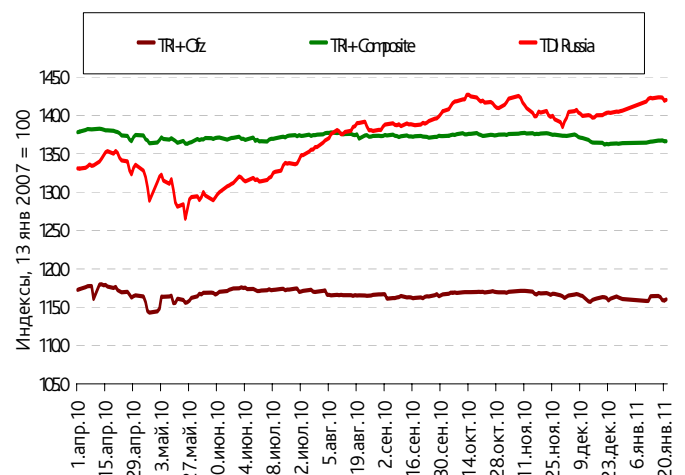
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 188.00	-2.00	-9.00	-11.00
EMBI+ spread	↑ 240.72	1.75	-0.57	-0.41
Russia 30 Price	↑ 115.70	+ 3/8	+ 3/8	+0
Russia 30 Spread	↓ 136.90	-5.60	-9.20	-11.60
Russia 5Y CDS	↓ 141.93	-3.04	-6.36	-4.58
UST 10y Yield	↓ 3.428	-0.01	+0.00	+0.09
BUND 10y Yield	↑ 3.174	+0.01	+0.20	+0.25
UST 10y/2y Yield	↓ 279.9	-1	+6	+6
Mexico 33 Spread	↓ 228	-2	-0	-4
Brazil 40 Spread	↓ 157	-9	+206	+207
Turkey 34 Spread	↑ 275	+3	+27	+18
ОФЗ 26199	↑ 5.93	+0.01	-0.28	-0.31
Москва 50	↑ 5.68	+0.03	-0.22	-0.20
Мособласть 8	↓ 7.77	-0.11	-0.64	-0.75
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.60	-0.00	+0.00	+0.15
Руб / \$	↑ 30.011	+0.186	-0.581	-0.340
\$ / EUR	↑ 1.362	+0.014	+0.050	+0.026
Руб / EUR	↑ 40.581	0.391	0.410	0.093
NDF 1 год	↑ 4.850	+0.030	-0.280	+0.150
RUR Overnight	↓ 2.00	-0.5	-0.3	
Корсчета	↓ 478.1	-122.90	-209.20	-410.20
Депозиты в ЦБ	↓ 989.7	-63.20	+682.30	+420.10
Сальдо опер. ЦБ	↓ 290.50	-126.70	+169.00	+354.30
RTS Index	↑ 1880.21	+0.49%	+6.31%	+6.07%
Dow Jones Index	↑ 11871.84	+0.41%	+2.58%	+1.72%
Nasdaq	↓ 2689.54	-0.55%	+0.90%	-0.07%
Золото	↑ 1351.05	+0.16%	-2.32%	-4.51%
Нефть Urals	↑ 93.66	+1.09%	+2.29%	+1.58%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 246.59	0.07	2.23	1.02
TRIP Composite	↓ 234.53	-0.01	0.58	0.34
TRIP OFZ	↑ 184.31	0.23	-0.12	0.30
TDI Russia	↑ 222.55	0.12	2.62	0.30
TDI Ukraine	↑ 223.79	0.13	4.59	1.49
TDI Kazakhs	↑ 182.77	0.12	3.31	0.89
TDI Banks	↑ 221.01	0.09	2.49	0.23
TDI Corp	↓ 235.48	-0.16	3.82	0.78

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Белоруссия может в 2011 г доразместить евробонды на USD200 млн.; ставки могут еще вырасти

В пятницу белорусский Минфин заявил о возможности доразмещения еврооблигаций на USD200 млн. в текущем году, в дополнение к уже проданным на прошлой неделе госбумагам на USD800 млн. Кроме того, первый замминистра финансов страны Владимир Амарин отметил, что Белоруссия может выйти и на российский рынок с облигациями на RUB8 млрд., рассчитывая при этом на понижение ставки. Доходность в 8.95%, установленную по последнему долларовому выпуску, В. Амарин назвал комфортной.

С нашей точки зрения, в случае доразмещения Белоруссией USD200 млн., инвесторы могут потребовать большую премию за риск, ввиду продолжающегося роста напряженности между Минском и западными странами. В частности, стоит отметить принятую на прошлой неделе Европарламентом достаточно жесткую резолюцию по прошедшим в Белоруссии президентским выборам.

ЕЦБ готов действовать в случае роста инфляционных ожиданий; повышение ставок по-прежнему выглядит маловероятным

Глава ЕЦБ Жан-Клод Трише в интервью The Wall Street Journal заявил, что регулятор продолжит пристально следить за инфляционными тенденциями в экономике еврозоны и будет готов принять меры в случае необходимости, ориентируясь при этом не только на базовую инфляцию. Напомним, в декабре рост потребительских цен в еврозоне составил 2.2%, что превзошло установленный ЕЦБ уровень в 2.0%. Основным фактором, способствовавшим разгону инфляции в последний месяц 2010 г., стало повышение цен на энергоносители и продукты питания.

Несмотря на участвовавшие в последнее время заявления со стороны ЕЦБ, посвященные инфляционному давлению в зоне евро, мы по-прежнему не склонны рассматривать их как предвестник повышения ставок в среднесрочной перспективе. Основным препятствием для регулятора на пути ужесточения монетарной политики, с нашей точки зрения, является состояние отдельных экономик валютного союза, серьезно ослабленное продолжающимся долговым кризисом.

Доверие к экономике Германии выросло до максимума за 20 лет; евро укрепился к доллару; на динамику единой европейской валюты повлияют итоги аукционов

В пятницу стало известно, что индекс предпринимательского доверия в ФРГ вырос в январе до максимального с момента объединения двух Германий значения – 110.3 пункта по сравнению со 109.9 пункта месяцем ранее. При этом, по мнению экспертов исследовательского института Ifo, промышленность Германии теперь полностью вышла на докризисный уровень.

Столь позитивные данные по крупнейшей экономике Европы повысили привлекательность евро в глазах инвесторов. К концу пятницы курс евро к доллару обновил двухмесячный максимум и достиг 1.3615 доллара за евро против 1.3473 доллара за евро в четверг. В понедельник евро демонстрирует умеренную коррекцию к американской валюте, торгуясь на отметке 1.3590 доллара за евро.

Готовность инвесторов вкладываться в евро в очередной раз будет проверена уже на текущей неделе, на которой ожидаются несколько аукционов по госбумагам европейских стран, в том числе Италии. Последняя намерена предложить рынку бумаги с различными сроками погашения на общую сумму EUR13.5 млрд. Если спрос на суверенные бонды стран еврозоны окажется достаточно высоким и превзойдет показатели предыдущих аукционов, единая европейская валюта, вероятно, сохранит наметившийся в последнее время общий позитивный тренд к доллару.

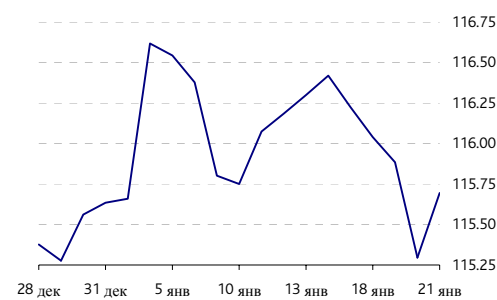
Fitch может уже в сентябре 2011 г повысить рейтинг РФ; пока рейтинговое действие не выглядит очевидным

Агентство Fitch в лице руководителя российского представительства Fitch Владимира Редькина заявило в пятницу о вероятности повышения суверенного рейтинга России в сентябре 2011 г. в случае, если экономика страны будет и дальше демонстрировать признаки расширения.

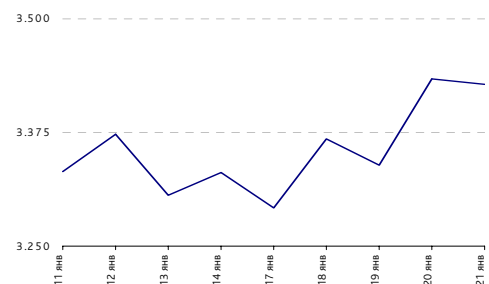
Дополнительными факторами, способными повлиять на положительное решение Fitch, являются сохранение контроля над дефицитом бюджета и темпами инфляции. В настоящий момент рейтинг России, по версии агентства, находится на уровне «BBB» с «позитивным» прогнозом.

По мнению Редькина, дефицит бюджета в текущем году продолжит сокращаться, учитывая общий понижающий тренд. Кроме того, глава российского Fitch позитивно отозвался о планах властей по продаже активов по крайней мере на RUB1 трлн., отметив, что это повысит доходы бюджета и

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





увеличит конкурентоспособность.

Fitch отметило сохраняющуюся вероятность понижения рейтингов европейских стран; не ждем активных действий со стороны агентств до марта

Международное рейтинговое агентство Fitch заявило, что риски снижения суверенных рейтингов европейских стран сохраняются до тех пор, пока восстановление экономики региона не станет широкомасштабным. При этом эксперты агентства по-прежнему считают распад зоны евро маловероятным сценарием.

Мы полагаем, что действий со стороны рейтинговых агентств, если и стоит ждать, то лишь после саммита ЕС в марте, когда станет понятно, удалось ли европейским лидерам договориться о расширении механизма финансовой стабильности в регионе. Основными кандидатами на снижение рейтинга, очевидно, являются Греция, Португалия и Испания, которая, судя по сообщениям в СМИ, рассматривает возможность национализации некоторых банков, что может ослабить сектор госфинансов.

В корпоративных еврообондах в пятницу единого тренда не было; суверенные бумаги пользовались спросом; спред Russia 30 – UST 10 сузился до 137 бп

Позитивный внешний фон, вызванный сильными статданными по экономике Германии, не смог привести к формированию положительного тренда на рынке российских корпоративных еврооблигаций. Длинные выпуски Газпрома и ТНК-ВР подешевели в пятницу на 10-30 бп, в то время как долгосрочные бумаги Лукойла прибавили в цене 30 бп. Интерес инвесторов вызвали также бумаги МТС, которые подорожали на 40 бп. В банковском секторе неплохо себя чувствовали еврообонды ВЭБа (+10-20 бп) и Номос-Банка (+ 60 бп).

Суверенные российские бумаги пользовались у инвесторов неплохим спросом. Индикативный выпуск Russia 30 прибавил в цене 40 бп, достигнув 115.7% от номинала. Спред Russia 30 – UST 10 при этом сократился до 137 бп.

Выкуп UST поддержал цены суверенного долга, первичное предложение UST на неделе составит USD99 млрд.

На рынке UST в пятницу преимущественной тенденцией стал рост цен: покупки на рынке акций с открытием фондовых площадок (17.30 МСК), вопреки традиционной динамике, сопровождались покупками в UST, фактором за рост цен которых выступил также выкуп UST ФРБ Нью-Йорка (преимущественно затронувший бумаги с дюрацией 7.5-8.5 лет при общем объеме выкупа USD8.36 млрд.). На дальнем конце кривой UST (10, 30 лет) максимумы дня по доходности как раз пришлись на время выкупа (3.46% и 4.69% соответственно), который традиционно осуществляется с 18.15 по 19.00 МСК. Сегодня выкуп ФРБ Нью-Йорка сосредоточится на дюрации 4-5.5 лет, совокупный объем заявлен на уровне USD6-8 млрд.

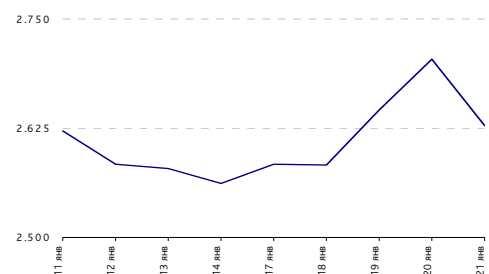
Полагаем, что на рынке UST возможности для роста цен на текущей неделе весьма ограничены: навес первичного предложения UST в рамках аукционов составит USD99 млрд. С учетом выкупов в рамках программы ФРС нетто-предложение американского суверенного долга можно скорректировать до USD67 млрд. В части ожидаемого влияния итогов заседания ФРС 25-26 ноября – считаем, что чувствительных для рынка решений и формулировок, способных трансформировать спрос инвесторов в сторону защитных активов, не последует.

Метинвест (B2/NR/B) продолжает парад первичных размещений 2011 г.; ждем премии в 70 бп к кривой Укрэксимбанка

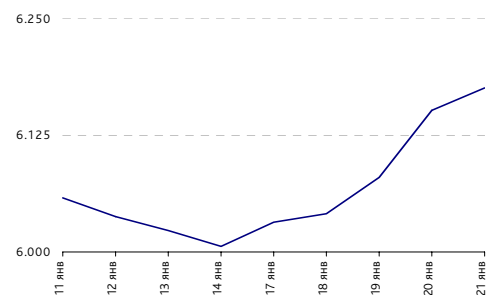
В пятницу крупнейший украинский металлургический холдинг, подконтрольный предпринимателю Ринату Ахметову – Метинвест – выдал ряду банков мандаты на размещение нового выпуска еврооблигаций. Это второе размещение эмитента после майского предложения бумаг на USD500 млн. Metinvest 15 пользовался неплохим спросом, и его котировки смогли достичь 108% от номинала. Мы полагаем, что спред в 70 бп к бумагам государственного Укрэксимбанка вполне обоснован сильным кредитным качеством производителя стали, и новый выпуск может рассчитывать на близкую к этой оценке рынок.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 789-36-09
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 789-36-09
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

НДПИ и акцизы не представляют серьезной угрозы денежному рынку; чреваты лишь небольшим временным повышением ставок

В пятницу, после завершения уплаты НДС днем ранее, на денежном рынке царил покой. В подготовке к платежам по наиболее крупным в этом месяце налогам - НДС и акцизам (по нашим оценкам, порядка RUB180-190 млрд., до 25 января), налогу на прибыль (до 28 января) и новым аукционам банки вывели часть средств с [депозитов](#) (-RUB12.6 млрд. до RUB977.1 млрд.) на [корсчета](#) (+RUB16.6 млрд., до RUB497.7 млрд.). В результате суммарный объем остатков на корсчетах вырос на RUB4 млрд. до RUB1.47 трлн. То же касается и [чистой ликвидной позиции](#), которая к сегодняшнему утру достигла RUB1.98 трлн.

Сбалансированность спроса и предложения ликвидности и более равномерное распределение средств по сегментам рынка, продолжают поддерживать ставки на комфортном уровне. Так, в сегменте [межбанковских кредитов](#) на 1 день стоимость средств в течение дня не превышает стоимость депозитов овернайт с ЦБ (2.75%). Торгуясь в основном по 2.5-2.75%, ставки в этом секторе к вечеру опустились до привычных 2.0-2.25%. Похожая ситуация складывается на рынке [валютных свопов](#) в секции рубль-доллар, где рублевые ставки к вечеру поднимаются не выше 2.7%. Об отсутствии повышенной потребности в ликвидности свидетельствует и низкая стоимость средств через 1-дневное междилерское РЕПО [под залог ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#), которая вопреки налогам удержалась на 4-месячном минимуме 3.2-3.3% в течение всей недели.

Между тем, несмотря на благоприятную ситуацию с ликвидностью, сочетание на этой неделе таких событий как завершение выплаты наиболее крупных в этом месяце платежей по НДС и акцизам (не менее RUB180 млрд., до 25 января), аукциона ОФЗ 25077 на RUB30 млрд. (26 января) и предварительные выплаты по налогу на прибыль (до 28 января) могут привести к некоторой напряженности на денежном рынке и вызвать кратковременное повышение ставок денежного рынка в среднем на 0.2-0.35 п.п. Однако, по завершении налогового периода ситуация нормализуется.

Рубль немного ослаб к корзине; ожидаем коррекции по мере активизации продаж валютной выручки экспортерами под уплату налогов

Превышая на открытие пятницы уровень завершения торгов накануне на 16 копеек (RUB34.8), цена бивалютной корзины в течение всех торгов постепенно снижалась, откатившись до RUB34.72 по их окончании. Движение по корзине вверх в конце той недели увязывается с ухудшением восприятия участниками рынка рублевых рисков, которое отразилось на росте [трехмесячных ставок NDF](#) до 3.28-3.45% в пятницу (против 3.1-3.42% накануне).

Сегодня с утра рубль немного подорожал к корзине и торгуется в среднем по RUB34.68. В ближайшие дни мы ожидаем коррекции курса рубля на фоне активизации реализации валютной выручки экспортерами под уплату крупных налогов (НДПИ и акцизов до 25 января, налога на прибыль до 28 января).

Промсвязьбанк (Ba2/WR/B+) и Альфа-Банк (Ba1/B+/BB) размещают рублевые облигации; предложение Альфа-Банка более интересное

В пятницу Промсвязьбанк и Альфа-Банк открыли книги заявок на покупку рублевых облигаций. Принять участие в размещении обоих банков инвесторы смогут до 4 февраля. Размещение бумаг Промсвязьбанка запланировано на 8 февраля.

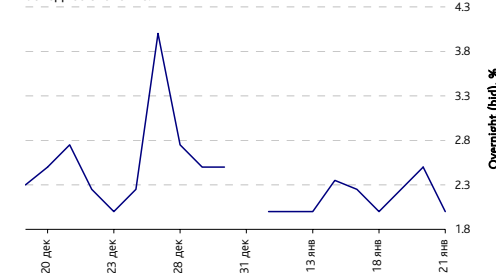
Промсвязьбанк предлагает 3-летние биржевые облигации 3-й серии объемом RUB5 млрд. Ориентир по купону составляет 8.50-8.95%, что обеспечивает доходность к погашению YTM 8.68-9.15%.

Принимая во внимание текущие котировки обращающихся бумаг, нижняя граница указанного Промсвязьбанком диапазона вполне соответствует кривой обращающихся выпусков банка ([Промсвязьбанк-6](#) YTM 8.27% к оферте через 2.5 года). Но мы полагаем, что справедливая доходность по новым облигациям [Промсвязьбанк БО-3](#) находится ближе к 9.00%, считая перекупленными бумаги банков 2-го и 3-го эшелона, поэтому предложение Промсвязьбанка считаем непривлекательным.

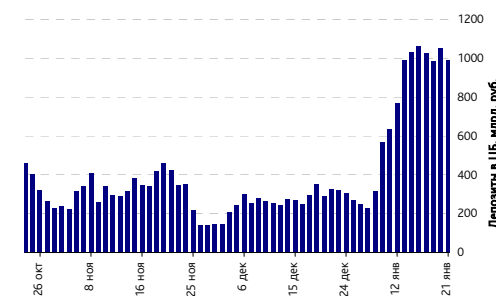
Альфа-Банк размещает 5-летние бонды на RUB5 млрд. с 3-летней офертой. Индикативная ставка по купону находится в диапазоне 8.40-8.90%, т.е.

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 2



Депозиты в ЦБ РФ





эффективный уровень доходности к оферте составляет УТР 8.58-9.10%.

Дебютный выпуск Альфа-Банка на рублевом рынке смотрится интереснее, предлагая схожий диапазон по купону при более крепком относительно Промсвязьбанка кредитном профиле. Мы видим справедливое значение доходности бумаг Альфа-Банка ближе к нижней границе диапазона и полагаем, что бумаги Промсвязьбанка должны предлагать премию к бумагам Альфа-Банка в 30-50 бп.

Альянс Ойл (NR/B+/B) занимает еще и еще, в резерве у эмитента как минимума 2 дополнительных выпуска

В прошлом году нефтяная компания «Альянс Ойл» была довольно частым эмитентом: на ее счету по одному выпуску рублевых и долларовых облигаций, при этом попытки предпринимались не по разу в обоих случаях.

Условия нового выпуска НК Альянс БО-1 подразумевают трехгодичный срок обращения с полугодовой ставкой купона, которая таргетируется организаторами на уровне 9.50-10.00% (УТМ 9.73-10.25%). Объем выпуска составит RUB5 млрд.

Эмитент предложил неплохую премию к уровню, на котором торгуется выпуск НК Альянс-2 и потому может быть спекулятивно интересен. Однако в среднесрочной перспективе мы считаем, что 250 бп премии справедливо отражают риски как кредитного, так и технического характера (новые предложения бумаг).

Вторичный рынок в пятницу был скупен; небольшая коррекция в ОФЗ

После словесных интервенций зампреда ЦБ РФ А. Улюкаева в Лондоне инвесторы резко снизили активность в госбумагах. Большинство ликвидных выпусков скорректировались вниз по цене. Традиционно активно торговались бумаги металлургов, в пятницу к ним добавились еще новые облигации УВЗ, которые при доходности ниже 10.0% мы считаем непривлекательными. Несмотря на появление ориентиров по новым облигациям НК «Альянс», обращающийся выпуск не только не просел, а даже вырос на 0.2 п.п., что выглядит не слишком логичным. Самым ликвидным бондом из корпоративных в пятницу стал СУЭК-1. Мы рекомендуем облигации этого эмитента к покупке.

ТАБЛИЦА. ТОРГИ НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ

Issue	Trade volume	Deals	Last close price	Previous price	Price change	Mat	Put
	(RUB mln)				(bp)		
ОФЗ 25075	2 690	43	98.27	98.64	-37	15-Jul-15	
СУЭК Финанс-1	1 010	14	102.28	102.20	8	26-Jun-20	10-Jul-13
УВЗ НПК-1	892	22	100.39	100.02	37	7-Dec-17	13-Dec-12
ОФЗ 25076	633	18	100.52	100.48	4	15-Jul-15	
Мечел-13	628	25	101.31	101.14	17	25-Aug-20	1-Sep-15
ОФЗ 25072	626	9	101.86	101.92	-7	23-Jan-13	
ОФЗ 26203	612	10	97.88	97.90	-2	3-Aug-16	
Синергия-3	565	10	100.00			18-Aug-14	24-Feb-11
БашНефть-3	557	24	108.25	108.20	5	13-Dec-16	21-Dec-12
НК Альянс-2	516	9	101.88	101.72	16	21-Jul-20	2-Aug-13
ОФЗ 25073	513	16	101.43	101.44	-1	1-Aug-12	
Атомэнергопром-6	504	6	99.72	100.00	-28	15-Aug-14	
Мечел-14	446	21	101.38	101.14	24	25-Aug-20	1-Sep-15
ВТБ-560	425	14	100.37	100.50	-13	15-Mar-13	
Сибметинвест-2	399	13	113.22	113.13	9	10-Oct-19	20-Oct-14
Газпром нефть 3	348	10	111.54	111.50	4	12-Jul-16	23-Jul-12
Мечел-04	330	17	115.99	116.00	-1	21-Jul-16	30-Jul-12
Газпром-08	304	2	100.70	101.20	-50	27-Oct-11	

Источник: ММВБ, НБ «ТРАСТ»

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

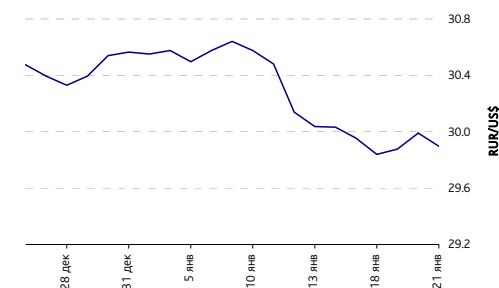
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-62

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Альфа-Банк (Ba1/B+/BB) выразил интерес к покупке Банка Москвы (Baа1/NR/BBB-); думаем, что, несмотря на создание видимости конкуренции за актив, судьба Банка Москвы решена

Ведомости пишут о том, что Альфа-Банк хочет купить до 100% Банка Москвы на открытом конкурсе вместо прямой продажи госбанку ВТБ. Об этом Альфа-Банк написал в официальных письмах мэру Москвы, руководителю ФАС и председателю ЦБ РФ.

Заглавная статья Коммерсанта сегодня также посвящена появлению нового претендента на столичный банковский актив. Кроме того, издание сообщает о появлении первых ориентиров стоимости акций Банка Москвы со стороны продавца, а не покупателя. Расчетная цена продажи Банка Москвы, согласно оценке, сделанной глобальным инвестбанком по заказу акционеров, с учетом премии за контроль составляет RUB240-280 млрд. (USD7.9-9.3 млрд.), что соответствует коэффициенту EV/BV в районе 1.7–2.0х.

КОММЕНТАРИЙ

Появление имени UniCredit Group, а теперь и Альфа-Банка в процессе продажи контрольного пакета Банка Москвы выглядит в наших глазах как желание придать больше рыночных оттенков сделке, которая будет проведена, как мы можем судить, на внеконкурсной основе путем передачи муниципальной собственности уже определенному банковскому институту. Конечно, каждая даже заранее предопределенная M&A сделка может расстраиваться, рассыпаться, кардинально видоизменяться, однако в случае Банка Москвы мы мало сомневаемся в том, что этот актив достанется ВТБ.

В случае Банка Москвы мы имеем дело не только и не столько с универсальным банковским институтом, сколько с важнейшим инструментом финансирования множества инфраструктурных проектов в столичном регионе – самом политически и стратегически важном для страны. Кроме того, Банк Москвы вовлечен в такие важные социальные проекты, как обслуживание миллионов пенсионных счетов, тысяч счетов крупных столичных бюджетных организаций. Наконец, Банк Москвы обслуживает финансово интересы московского Правительства и, судя по заявлениям столичного руководства, не потеряет этот статус в будущем.

Учитывая приведенную выше аргументацию, нам крайне сложно поверить в то, что Банк Москвы теоретически может достаться частному банку. Даже приняв во внимание несколько завышенные оценки стоимости бизнеса банка от лица акционеров, покупка Альфа-Банком более крупного игрока выглядит для акционеров частного банка, пожалуй, чрезмерно обременительной задачей. Насколько мы понимаем, Правительство Москвы заинтересовано в получении денежных средств от покупателя, а для Альфа-групп вопрос единоразового привлечения USD4-8 млрд. весьма спорен. Более того, финансовая выгода от таких инвестиций для обычно требовательного к IRR проектов Альфа-Банка неочевидна.

Мы не меняем своего отношения к вероятности сделки между Правительством Москвы, ВТБ и Банком Москвы, ждем ее реализации в ближайшие недели и рекомендуем к покупке субординированные еврооблигации **MosBk 17**, которые на текущий момент торгуются на уровне 100.45% от номинала. При условии исполнения call-опциона через 2 года текущий уровень спреда к свопам на уровне 550 бп мы считаем слишком широким против спреда, который дает обычный евробонд **MosBk 15**, - 385 бп. Более того, спред к свопам при неисполнении опциона (OAS) также выглядит привлекательно, составляя 580 бп.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

Номос-Банк (Ba3/NR/WR) предоставил умеренно позитивные итоги по МСФО за 9М 2010; нейтрально для облигаций банка

КОММЕНТАРИЙ

На прошлой неделе Номос-Банк раскрыл отчетность за 9М 2010 по МСФО, которую мы оцениваем умеренно позитивно. Банк сумел обеспечить рост кредитования, поддержав комфортный уровень ликвидных средств и показатель достаточности капитала, однако просела чистая процентная маржа. Мы не



ожидаем увидеть реакции в долговых бумагах банка ввиду того, что данные морально устарели.

За 9М 2010 банк успешно нарастил **кредитный портфель** (+20.3% до RUB216.1 млрд.) за счет активного привлечения **средств корпоративных и частных клиентов** (+22.8% до RUB164.75 млрд.). Отметим, что позитивная динамика сохранилась и в октябре-ноябре, по данным РСБУ, поэтому мы ожидаем увидеть прирост по итогам всего 4К 2010.

К негативным моментам стоит отнести снижение **чистой процентной маржи** (до 5.1% по итогам 9М 2010 против 6.8% в 2009), несмотря на опережающее снижение стоимости фондирования (-4.2% для средств клиентов и -6.9% для средств банков) относительно ставок по кредитам (-3.6% за 9М 2010). Мы не склонны ожидать роста показателя NIM по итогам 2010, оценивая низким потенциал дальнейшего снижения стоимости заемных средств.

Отметим также незначительный рост **уровня проблемных кредитов**: доля NPLs (свыше 90 дней) выросла до 6.4% за 9М 2010 с 6.2% в начале года. Впрочем, показатель является вполне приемлемым для системы, и не мешает банку значительно сокращать **отчисления в резервы** (за 9М 2010 практически в три раза г-к-г). В итоге это позволило заработать существенный объем **чистой прибыли** (RUB5.5 млрд.) и обеспечить восстановление прибыльности деятельности до докризисных уровней (ROAE 18.5% и ROAA 2.5% по итогам 9М 2010).

Напомним, что в декабре Номос-Банк завершил покупку 51.29% акций Ханты-Мансийского банка, и мы ожидаем увидеть консолидацию показателей в следующем отчетном периоде. При этом мы склонны рассчитывать на сохранение комфортной ликвидной позиции (в 2011 году банкам необходимо в совокупности погасить только RUB4.5 млрд. облигаций). Кроме того, консолидация приведет к некоторому снижению показателей достаточности капитала, операционной эффективности и прибыльности деятельности, но снижение не будет критичным для кредитного профиля Номос-Банка. Так, судя по итогам Ханты-Мансийского банка за 9М 2010 по МСФО, показатель Tier 1 составил 11.7%, Расходы/Доходы – 49.1%, ROAA – 2.2% и ROAE – 16.0%.

Еврооблигации Номос-Банка мы считаем привлекательными, поскольку они обеспечивают премию к выпускам Альфа-Банка на уровне 120-130 бп против справедливого, на наш взгляд, значения в 70-80 бп.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОМОС-БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	9М 10
Чистые процентные доходы	13	18	10
Чистые комиссионные доходы	2	2	1
Операционные доходы до резервов	15	25	16
Операционные расходы	-6	-7	-6
Отчисления в резервы	-5	-12	-4
Чистая прибыль	3	4	5
Денежные средства	13	22	22
Ценные бумаги	39	59	47
Кредитный портфель, gross	199	180	216
Резервы	-12	-17	-19
Кредитный портфель, нетто	188	163	197
Средства кредитных организаций	41	35	39
Средства клиентов	123	134	165
Долговые ценные бумаги размещенные	47	32	31
Субординированный долг	10	23	21
Собственный капитал	33	37	42
Активы	278	277	301
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	21.5%	10.7%	18.5%
Доходность активов (ROAA)	2.5%	1.5%	2.5%
Расходы/доходы	35.9%	29.2%	34.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	6.8%	5.1%
NPLs/кредиты	1.6%	6.2%	6.4%
Резервы/кредиты	5.9%	9.5%	8.9%
Резервы/NPLs	3.7	1.5	1.4
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	11.2%	13.8%	13.3%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
647-23-62



МЕТАЛЛУРГИЯ

НЛМК (Ba1/BBB-/BB+): рост вложений в связи с приобретением угольного месторождения не критичен; бумаги неинтересны

В пятницу стало известно, что НЛМК стала победителем в конкурсе за Усинское месторождение угля в республике Коми. Стоимость сделки составила лишь RUB900 млн., однако планируемые инвестиции в него составят RUB45.5 млрд. Запуск шахт планируется в 2016 году, а годовая добыча составит 4.5 млн. тонн угля в год.

Кроме того, в пятницу вышли позитивные операционные результаты компании за 4К 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Новость, на наш взгляд, скорее, позитивна, так как позволит усилить ресурсную базу НЛМК. Это выразится как в снижении зависимости от внешних поставщиков, так и в возможности реализовывать уголь третьим сторонам. Отметим, что рентабельность в этом сегменте традиционно выше, чем непосредственно в сталепроизводстве.

Что касается масштабных инвестиций, то мы считаем, что они комбинату по силам, учитывая совокупный объем долга в USD2.7 млрд. при EBITDA за последние 12 месяцев в USD2.3 млрд. Вложения будут растянуты на несколько лет, а потому не вызовут ухудшения кредитного качества, которое было крепким даже в кризис.

Облигации НЛМК не предлагают интересных торговых идей. Мы не исключаем, что в связи с реализацией проекта рынку могут быть предложены новые бумаги, хотя это, скорее всего, будет происходить не в ближайшее время.

*Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48*



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
НационалКапитал-26о	500	8.2	3	8.37
Волгоград-34005	1000	9.5	5	9.79
ГСС-16о	3000	8.25	3 / 1	NA / 8.41
АИЖК-20	5000	8.6	17	8.88
Уфа-25006	750	9	3	9.2
Роснанотех-1	8000	8.9	7	9.1
Роснанотех-2	10000	8.9	7	9.1
Роснанотех-3	15000	8.9	7	9.1
Татфондбанк-16о	2000	9.5	3 / 2	NA / 9.73
Дон ГМК-2	30	0	20	0.05

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 января	НДПИ и акцизы
28 января	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
27 янв 11	Трансмашхолдинг-16о	3000	TBD	3
08 фев 11	Промсвязьбанк-36о	5000	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
26 янв 11	ЛК УралСиб-5	3 000	14.25	8.5	19 янв 12
26 янв 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	26 апр 11
1 фев 11	ИАРТ	1 000	12		
8 фев 11	ЛСР-2	5 000	13.5		
8 фев 11	Мой Банк-3	1 500	10	10	7 авг 12
11 фев 11	Банк Москвы-2	10 000	7.5		
11 фев 11	Вестер-Финанс	1 500	15.25		
11 фев 11	Фортум-2	5 000	7.6		
14 фев 11	ВТБ24-2	10 000	7.35		
14 фев 11	Далур	520	14		
16 фев 11	ПЭС	63	9		
18 фев 11	Глобэкс-16о	5 000	9.25		
24 фев 11	Белон-2	2 000	17		20 май 11
24 фев 11	ПетроКоммерц Банк-7	3 000	14.9		
24 фев 11	Синергия-3	2 500	10		
24 фев 11	СУ-155-3	3 000	15.5		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

Выпускающая группа

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.