

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Политический кризис в **Португалии** разогнал доходности по госбумагам страны; поддержка от ЕС/МВФ может быть одобрена уже на этой неделе
- **Moody's** понизило рейтинги 30 испанских банков; ЕС может отложить принятие антикризисных мер до июня; нестабильность на долговом рынке еврозоны повысится
- Смешанная динамика в корпоративных еврооблигациях; суверенные бумаги выстояли, но рублевый евробонд **Russia 18** просел
- **Белорусские евробонды** бьют все рекорды по росту доходностей; несмотря на экономические проблемы в стране, реакция инвесторов чрезмерна; долговые инструменты очень интересны к покупке
- Обострение долгового кризиса в еврозоне и вероятность повышения напряженности в Ливии определяют **слабое открытие** торгов на российском долговом рынке
- **Ferrexpo**: еще один представитель украинской металлургии может выйти на рынок евробондов ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидности** достаточно для предстоящих налоговых выплат; **ставки** остаются комфортными
- **Рубль** подешевел к бивалютной корзине; сохраняем ожидания его укрепления в среднесрочной перспективе
- **Рублевый рынок**: на аукционе ОФЗ 26204 Минфин разместил практически весь объем, неудовлетворенный спрос трансформировался в покупки отдельных выпусков корпоративного сектора
- **МДМ-Банк** установил купон по новому выпуску ниже ориентиров; условия справедливы, не видим потенциала для роста котировок ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Временное замедление **инфляции** не отменяет необходимости ужесточения **денежно-кредитной** политики ([стр. 7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Ferrexpo**: итоги 2010 года позитивны для кредитного качества компании
- **Номос-Банк** представил умеренно сильные итоги по МСФО за 2010 год; еврооблигации считаем привлекательными
- **Акрон** нацеливается на ряд приобретений в отрасли; M&A активность повредит кредитному качеству компании; облигационный рынок недооценивает риски компании ([стр. 8-10](#))
- Рейтинг **Группы ЛСР** от Fitch был повышен на одну ступень до «В/стабильный» на фоне удачного рефинансирования долгового портфеля; на наш взгляд, это является подтверждением мнения, отраженного своевременно еще в июне 2010 года

СЕГОДНЯ

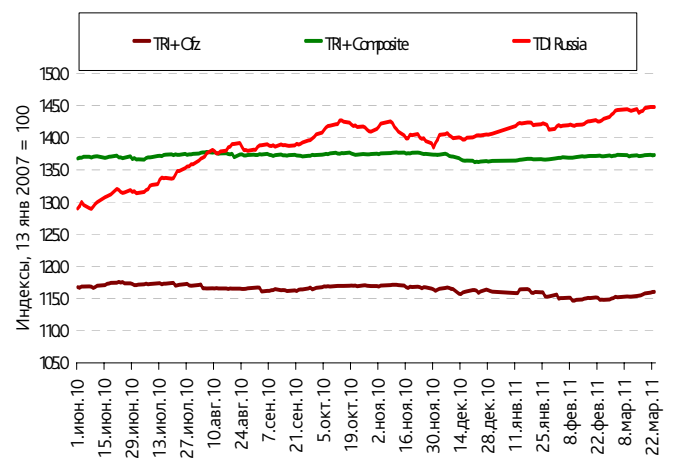
- Саммит **ЕС**
- Статистика **США**: первичные заявки на пособие по безработице, заказы на товары длительного пользования
- Статистика **еврозоны**: индексы деловой активности PMI в промышленности и сфере услуг
- Размещение: **ЛСР БО-3**
- Отчетность по МСФО **Банка Санкт-Петербург** за 2010

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 180.00	-2.00	-7.00	-19.00
EMBI+ spread	↓ 270.37	-1.85	-5.20	29.24
Russia 30 Price	↓ 116.10	-0	+1 1/8	+ 3/8
Russia 30 Spread	↓ 135.20	-2.10	-4.60	-13.30
Russia 5Y CDS	↑ 133.38	+2.50	-16.78	-13.13
UST 10y Yield	↑ 3.332	+0.02	-0.15	-0.00
BUND 10y Yield	↓ 3.235	-0.02	+0.10	+0.31
UST 10y/2y Yield	↑ 268.7	+1	-5	-5
Mexico 33 Spread	↓ 236	-2	-2	+5
Brazil 40 Spread	↓ 141	-3	+205	+192
Turkey 34 Spread	↑ 301	+3	-6	+44
ОФЗ 26199	↓ 5.28	-0.06	-0.51	-0.96
Москва 50	↓ 5.26	-0.11	-0.22	-0.62
Мособласть 8	↓ 7.64	-0.05	-0.12	-0.88
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.12	-0.00	-0.35	-0.34
Руб / \$	↓ 28.270	-0.098	-1.016	-2.081
\$ / EUR	↓ 1.408	-0.010	+0.034	+0.073
Руб / EUR	↓ 40.064	-0.135	0.385	-0.423
NDF 1 год	↑ 4.220	+0.020	-0.360	-0.480
RUR Overnight	↔ 2.75	0.0		
Корсчета	↑ 765.8	+197.90	+286.30	-122.50
Депозиты в ЦБ	↓ 663.8	-113.40	-170.70	+94.20
Сальдо опер. ЦБ	↓ 434.40	-89.20	+175.60	+498.20
RTS Index	↑ 2002.35	+1.39%	+7.43%	+12.97%
Dow Jones Index	↑ 12086.0	+0.56%	-0.16%	+3.56%
Nasdaq	↑ 2698.30	+0.54%	-0.91%	+0.25%
Золото	↑ 1438.13	+0.67%	+1.86%	+1.65%
Нефть Urals	↓ 111.01	-0.58%	+1.45%	+20.40%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 251.23	0.09	2.06	5.66
TRIP Composite	↑ 235.69	0.11	0.22	1.50
TRIP OFZ	↑ 184.34	0.02	1.45	0.33
TDI Russia	↑ 226.91	0.03	3.58	4.66
TDI Ukraine	↓ 226.40	0.00	4.11	4.11
TDI Kazakhs	↑ 186.34	0.01	1.85	4.47
TDI Banks	↑ 225.98	0.09	3.20	5.21
TDI Corp	↑ 240.33	0.00	4.02	5.64

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Политический кризис в Португалии разогнал доходности по госбумагам страны; продержка от ЕС/МВФ может быть одобрена уже на этой неделе

Как мы и предполагали ранее (см. Навигатор долгового рынка от 17 марта), разразившийся политический кризис в Португалии нанес масштабный удар по рынку госдолга страны. Премьер-министр страны в среду, после провального голосования в парламенте по новым мерам бюджетной экономии, подал прошение об отставке, что привело к резкому скачку доходностей по госбумагам страны до новых рекордных отметок (7.865% на утро четверга против 7.687% по итогам вторника). Таким образом, Лиссабон сделал еще один очень уверенный шаг к получению внешней финансовой поддержки от ЕС/МВФ.

Russia 30 (Price)

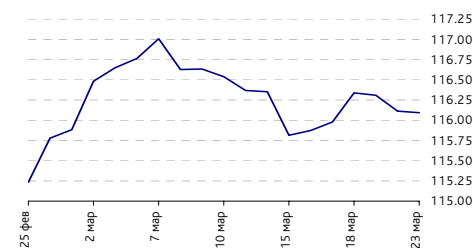


ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ПО 10-ЛЕТНИМ ГОСОБЛИГАЦИЯМ ПОРТУГАЛИИ И 5-ЛЕТНИМ CDS, 2010-2011 ГГ.



Источник: Reuters

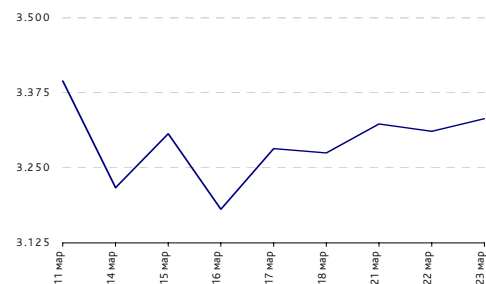
Примечательно, что президент Португалии пока не принял прошение премьера об отставке, а следовательно на открывающемся сегодня в Брюсселе двухдневном саммите ЕС у нынешнего главы правительства есть полномочия обсуждать предоставление его стране финансовой помощи. Учитывая, что Португалии в апреле-июне предстоит рефинансировать около EUR9 млрд. госдолга, а новый кабинет министров, по законам страны, может быть сформирован не ранее, чем через два месяца, саммит ЕС вполне может завершиться вовсе не принятием новых антикризисных мер, а «падением» Лиссабона вслед за Грецией и Ирландией.

Moody's понизило рейтинги 30 испанских банков; ЕС может отложить принятие антикризисных мер до июня; нестабильность на долговом рынке еврозоны повысится

Еще одним неприятным сюрпризом для европейских лидеров может стать усугубление положения испанских кредитных институтов. Агентство Moody's понизило рейтинги 30 банков Испании после ухудшения ранее странового рейтинга до «Aa2». При этом рейтинги трех крупнейших кредитных институтов страны (Banco Santander, BBVA и La Caixa) остались неизменными. Хотя мы пока не считаем Испанию вероятным кандидатом на получение внешней поддержки, подобная информация вкпе с португальскими политическими проблемами, будет, безусловно, иметь кумулятивный эффект на рынок госдолга европейской «периферии» в целом.

Не добавляют оптимизма рынку и ожидания слабых итогов саммита ЕС. Так, главам государства и правительств Союза предстоит решить, каким образом эффективный объем ныне действующего Европейского механизма финансовой стабильности (EFSF) может быть увеличен до EUR440 млрд. Предложение об увеличении госгарантий со стороны стран с рейтингом «AAA», которое, по некоторым данным, было нехотя одобрено даже непреклонной Германией, может быть неожиданно заблокировано Финляндией, где на апрель намечены выборы в парламент. В случае если окончательное принятие новых антикризисных мер будет отложено до следующего саммита ЕС в июне, ключевыми

US Treasuries 10 Year (YTM)





характеристиками европейского рынка госдолга вновь станут турбулентность и неопределенность.

Смешанная динамика в корпоративных еврооблигациях; суверенные бумаги выстояли, но рублевый евробонд Russia 18 просел

В среду на российском рынке еврооблигаций наблюдалась смешанная динамика при слабой активности – нефтегазовый сектор понес потери, в то время как банковские бумаги чувствовали себя вполне неплохо. Наибольшая просадка наблюдалась по длинным евробондам Газпрома – они подешевели в среднем на 40 бп. Под ударом оказались также выпуски Новатэка и ТНК-ВР. Во втором эшелоне умеренные продажи были отмечены по еврооблигациям Алросы и Русгидро (-10 бп). Не подчинились общему негативу и смогли показать слабый рост российские телекомы – в плюсе на 20 бп завершили день долгосрочные бумаги МТС и ВымпелКома. Из банков мы хотели бы отметить выпуски **GazpromBank 15** и **VEB 20**, подорожавшие на 50 и 30 бп соответственно. Неплохие результаты показал также **NOMOS 13** (+40 бп).

Суверенный выпуск **Russia 30** за день практически не изменился в цене, зафиксировавшись на отметке 116.1% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** также сохранился на прежнем уровне – 135 бп. Между тем рублевый суверенный евробонд **Russia 18R** потерял по итогам среды чуть больше 30 бп – до 101.85% от номинала.

Белорусские евробонды бьют все рекорды по росту доходностей; несмотря на экономические проблемы в стране, реакция инвесторов чрезмерна; долговые инструменты очень интересны к покупке

Мы продолжаем следить за суверенными еврооблигациями Беларуси, которые уже несколько недель подряд демонстрируют динамику «хуже рынка». Сомнений нет, что экономическая ситуация в Белоруссии остается напряженной (нехватка валюты и рекомендации МВФ девальвировать рубль на 25%; ограничения ЦБ Беларуси на продажу валюты частным банкам). В то же время реакция рынка, доведшего уровни котировок **Belarus 15** и **Belarus 18** до 88% и 85% от номинала, представляется нам неоправданно негативной.

Накануне на новостях об ограничении валютных операций наблюдалось очередное значительное снижение котировок. Выпуски **Belarus 15** и **Belarus 18** просели на 650 и 510 бп соответственно, а доходности евробондов превысили 12.00%. Спред к кривой суверенных бумаг Украины (B2/B+/B) расширился до 500-600 бп, притом что белорусская комбинация рейтингов (B1/B/NR) пока сопоставима.

Мы считаем, что опасения иностранных инвесторов преувеличены, и их отношение к кредитному риску Беларуси пока не учитывает резкого потепления в отношениях Москвы и Минска и достигнутых недавно договоренностей по российским кредитам Белоруссии, а также планов России по строительству АЭС в союзном государстве.

Обострение долгового кризиса в еврозоне и вероятность повышения напряженности в Ливии определяют слабое открытие торгов на российском долговом рынке

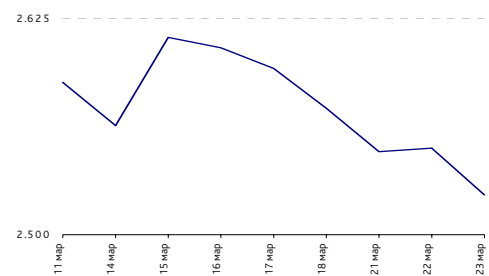
Торги на российском долговом рынке в четверг, вероятно, откроются на минорной ноте на фоне возросшей нестабильности в еврозоне, сохраняющейся ситуации на Ближнем Востоке и все еще незавершенного радиационного кризиса в Японии. Так, инвесторы наверняка будут пристально следить за ходом открывающегося сегодня двухдневного саммита ЕС, особенно в свете обострения политического кризиса в Португалии. Направление США морских пехотинцев к берегам Ливии также не будет способствовать спокойствию на рынке. В Японии же главной темой, похоже, останется проблема радиационного заражения питьевой воды в Токио. Дополнительными факторами снижения российского долгового рынка на открытии торгов могут стать наблюдаемая с утра в четверг отрицательная динамика на американские индексные фьючерсы.

Ferrexpo (B2/B+/B): еще один представитель украинской металлургии может выйти на рынок евробондов

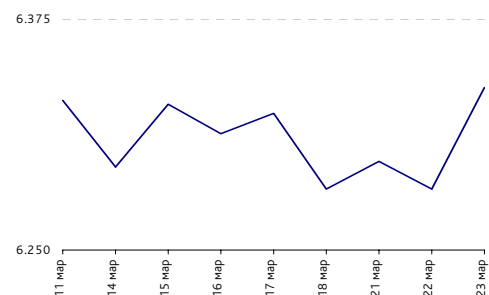
Вчера Bond Radar сообщил о том, что Ferrexpo Plc. выбрала ряд банков для проведения размещения дебютного выпуска еврооблигаций сроком на 5 лет. Как сообщают рейтинговые агентства, которые уже вчера присвоили рейтинги, будет выпущено USD500 млн. Road show стартует 25 марта.

Ferrexpo Plc. – зарегистрированная в Великобритании компания, имеющая штаб-квартиру в Швейцарии и все производственные активы на Украине. Основной вид

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)






деятельности – производство и экспорт железорудных окатышей – сырья для дальнейшего производства стали. Сейчас Ferrexpo производит порядка 10 млн. тонн окатышей в год, и имеет одну из крупнейших ресурсных баз в мире.

Компания хорошо знакома участникам рынка акций – в 2007 году Ferrexpo Plc. первой из украинских компаний провела листинг на главной площадке LSE, однако нынешний выпуск облигаций станет дебютным.


Кредитное качество Ferrexpo мы считаем сильным не только на фоне другого представителя металлургического сектора Украины – Метинвеста, но и на фоне ряда российских компаний отрасли (см. подробнее комментарий ниже). Положение инвесторов будет поддерживаться за счет наличия ковенанты, запрещающей привлекать новый долг в случае, если «Долг/ЕБИТДА» превысит 2.5х (как часто будет проводиться проверка, нам неизвестно). Кроме того, дивиденды Ferrexpo ограничиваются ковенантами 50% от консолидированной чистой прибыли.

Учитывая довольно высокую оценку, которую получили облигации Метинвеста во время и после размещения, мы считаем, что **Ferrexpo 16** также может иметь хороший спрос даже в случае довольно агрессивного прайсинга при размещении. Впрочем, мы бы хотели подчеркнуть, что бонд будет сильнее подвержен негативным скачкам цен на мировых рынках: финансы Ferrexpo в этом плане очень волатильны. Соответственно, смена глобального цикла в металлургии подвергнет компанию и бoльшим рискам.


Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

 647-23-62

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

 647-23-60

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидности достаточно для предстоящих налоговых выплат; ставки остаются комфортными

В преддверии очередных крупных отчислений в бюджет (НДПИ и акцизы, RUB185-190 млрд. до 25 марта) банки продолжают наращивать ликвидность. Вчера кредитные организации предпочли перевести часть средств с корсчетов (-RUB78.5 млрд. до RUB687.3 млрд.) на депозиты (+RUB102.8 млрд. до RUB766.6 млрд.), причем суммарный объем средств, аккумулированный на корсчетах и депозитах - RUB1.45 трлн., достаточно высок, чтобы обеспечить безболезненное прохождение налогового периода.

На фоне поступающей ликвидности ставки денежного рынка стабилизировались. Так, стоимость привлечения на 1 день на [МБК](#), с утра составляя 2.9-3.1%, днем преимущественно колебалась в районе 3.0-3.15%, а вечером, по мере ослабления активности торгов, опустилась ниже стоимости депозитов овернайт ЦБ (3.0%) – до 2.75-3.0%. Средняя стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО под залог облигаций [1-го эшелона](#) и [под залог ОФЗ](#) держится на уровне 3.54% и 3.57%. Положительным сигналом служит сужение спреда между стоимостью сделок под обеспечение государственных и корпоративных бумаг до 3 бп против 6 бп накануне. На снижении торговой активности на FX ставки по [валютным свопам](#) в сегменте рубль-доллар не превышали 3.0%, а к закрытию и вовсе упали до локального минимума 2.2-2.3%.

Рубль подешевел к бивалютной корзине; сохраняем ожидания его укрепления в среднесрочной перспективе

На фоне преобладавших в первой половине торговой сессии покупок валюты (не без участия со стороны интервенций Банка России) бивалютная корзина с открытия по RUB33.55 к обеду подорожала до RUB33.62, после чего торговалась несколько ниже. Закрытие происходило по RUB33.61.

Фундаментально в пользу укрепления рубля в среднесрочной перспективе говорит фактор дорожающей нефти, вероятность повышения ставок и сдвига нижней границы целевого коридора.

Рублевый рынок: на аукционе ОФЗ 26204 Минфин разместил практически весь объем, неудовлетворенный спрос трансформировался в покупки отдельных выпусков корпоративного сектора

На вчерашнем аукционе [ОФЗ 26204](#) Минфин разместил RUB24.8 млрд. из предложенных RUB25 млрд. При этом инвесторы подали заявок на RUB8.5 млрд. больше обозначенного ведомством объема размещения (переспрос составил 1.34x). Цена отсечения соответствовала верхней границе объявленного диапазона доходности (7.80-7.90%), доходность размещения составила 7.89%.

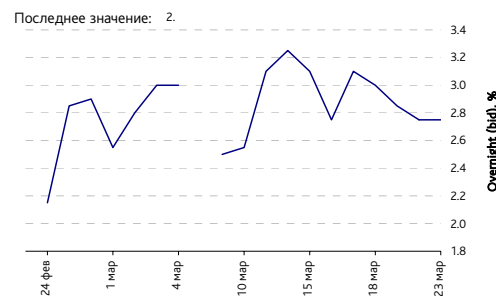
Вместе с тем неудовлетворенный спрос на первичке не трансформировался в активные покупки на вторичном рынке – по крайней мере, ни в секторе госбумаг, ни в первом эшелоне, хотя весь корпоративный сектор по итогам среды вырос. В сегменте ОФЗ покупался только ближний конец кривой, в средних сроках доходности выросли, в дальних – практически не изменились. Ровно половина оборота вторичного рынка ОФЗ (без учета [ОФЗ 26204](#)) пришлось на выпуски с дюрацией 2.5-4.5 лет – [ОФЗ 25068](#) (-14 бп), [ОФЗ 25076](#) (-6 бп) и [ОФЗ 25077](#) (-15 бп).

В первом эшелоне в лидерах оборота пребывали [Транснефть-3](#) (+47 бп), [РЖД-10](#) (+5 бп) и [Газпром нефть-9](#) (+58 бп) – при весьма ликвидном рынке в данных выпусках.

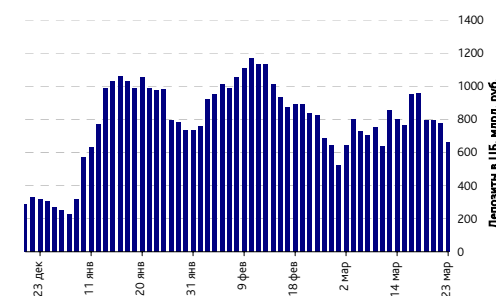
МДМ-Банк (Ba2/B+/BB) установил купон по новому выпуску ниже ориентиров; условия справедливы, не видим потенциала для роста котировок

Сегодня МДМ-Банк закрывает книгу заявок на покупку биржевых облигаций 2-й серии объемом RUB5 млрд. По данным СМИ, купон установлен на уровне 8.15%. Отметим, что в ходе прайсинга ориентировочный диапазон по купону понижался с 8.25-8.75% до 8.00-8.30%. Техническое размещение выпуска назначено на завтра.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Установленный купон соответствует доходности YTM 8.32% к погашению через 3 года, что мы находим вполне справедливым. Мы не видим потенциала для роста котировок бумаг, однако не исключаем некоторого движения вверх при благоприятной рыночной конъюнктуре.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59



МАКРОЭКОНОМИКА

Временное замедление инфляции не отменяет необходимости ужесточения денежно-кредитной политики

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция с 15 по 21 марта замедлилась до 0.1% против 0.2% неделей ранее. Накопленный показатель с начала года достиг 3.6%.

Курс рубль/доллар

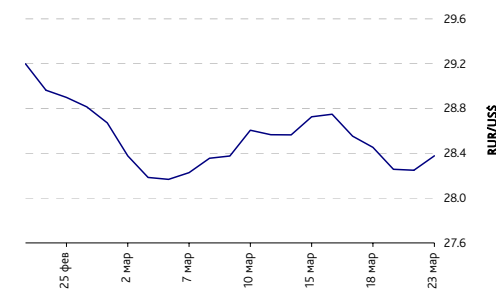
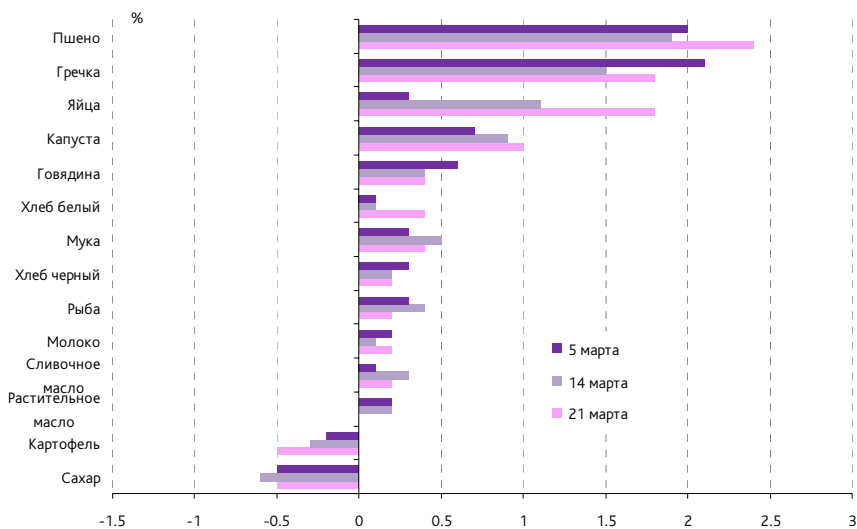


ДИАГРАММА. НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ В МАРТЕ 2011 Г.



Источник: ФСГС, расчеты НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Основной причиной замедления инфляции стало более сильное, чем неделей ранее, падение цен на топливо (бензин – на 0.2%, дизтопливо – на 0.5%), дополненное заметным сокращением темпов роста или даже падением цен по некоторым видам продовольствия, в числе которых картофель, сахар, говядина и рыба, мука и сливочное масло. Между тем такие важные для потребителей продукты, как крупы, хлеб, молоко и яйца, напротив, дорожали быстрее. Стабилизация текущих темпов роста цен до конца месяца предполагает, что инфляция вполне может уложиться в прогнозируемые Минэкономразвития на март 0.6-0.7%, а это соответствует инфляции на уровне 9.5% в годовом выражении.

Мы сохраняем наше видение относительно того, что положительный эффект от пакета антиинфляционных мер правительства будет носить лишь временный характер. По мере ускорения роста издержек промышленных предприятий, которые производители перекладывают на покупателя, все труднее будет подавлять рост цен на продовольствие, притом что цены лишь на отдельные виды продуктов поддаются сдерживанию административными мерами. Дорожающая нефть осложнит контроль над ростом цен на топливо. Мы полагаем, что сохранение высокого инфляционного фона потребует от ЦБ дальнейших мер по ужесточению монетарной политики, и сохраняем наш прогноз по ставкам (подробнее см. Навигатор долгового рынка от 21.03.11).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Ferrexpo (B2/B+/B): итоги 2010 года позитивны для кредитного качества

КОММЕНТАРИЙ

Вчера, накануне объявления о размещении евробондов, украинский производитель окатышей опубликовал предварительную отчетность по МСФО за 2010 год, которую можно оценить положительно на фоне благоприятствующей конъюнктуры.

В результате существенного роста цен на окатыши Ferrexpo удалось не только вдвое нарастить выручку и более чем втрое – EBITDA, но и продемонстрировать таким образом рекордные исторические показатели (см. таблицу). Рентабельность добывающего бизнеса также подтверждает сильную позицию компании на рынке.

Помимо хороших операционных показателей, нашедших отражение в P&L компании, поддержку кредитному профилю Ferrexpo оказывает и сильная способность генерировать денежные потоки: так, свободный денежный поток компании уходил «в минус» лишь однажды – во 2П 2009 года, да и то лишь на USD12 млн. По итогам 2010 года даже покрыв капитальные вложения в объеме USD170 млн., Ferrexpo сгенерировала USD210 млн. свободного денежного потока.

Впрочем, похоже, что новый евробонд на USD500 млн. окажется весьма кстати, даже несмотря на значительную подушку ликвидности. В 2011 году запланирован двукратный рост инвестпрограммы по сравнению с 2010-м: до USD370 млн. Впрочем, мы считаем, что в среднесрочной перспективе Ferrexpo, исходя из общей оценки инвестпрограммы на ближайшие годы, не столкнется с недостатком средств.

Долговая нагрузка компании находится на низком уровне: лишь 0.7x по показателю «Долг/EBITDA». Даже с учетом возможного размещения евробондов она не должна превысить 1.6x. Отметим, что в кризис компания чувствовала себя уверенно в этом отношении: лишь по окончании 2009 года ее левверидж достигал 2.1x. Ограничение заимствований ковенантами должно сдерживать политику заимствований и в дальнейшем.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ FERREXPO PLC.

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	698	1117	649	1295
EBITDA	245	465	131	581
Чистая прибыль	134	313	71	425
Чистый операционный денежный поток	189	371	77	380
Капвложения и приобретение ДЗО	104	287	86	166
Свободный денежный поток	84	95	-9	213
Совокупный долг в т.ч.	200	306	270	424
<i>Краткосрочный долг</i>	54	75	252	23
Денежные средства и эквиваленты	87	88	12	319
Активы	868	854	820	1478
Показатели				
EBITDA margin (%)	35%	42%	20%	45%
EBITDA/проценты (x)	11	28	7	21
Долг/EBITDA (x)	0.8	0.7	2.1	0.7
Чистый долг/EBITDA (x)	0.5	0.5	2.0	0.2
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.7	0.6	0.5

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

**БАНКИ И ФИНАНСЫ****Номос-Банк (ВаЗ/NR/WR) представил умеренно сильные итоги по МСФО за 2010 год; еврооблигации считаем привлекательными****КОММЕНТАРИЙ**

Вчера Номос-Банк опубликовал отчетность по МСФО за 2010 год, которая демонстрирует позитивную динамику основных финансовых показателей. В первую очередь, напомним, что в конце декабря 2010 года Номос-Банк увеличил долю в капитале Ханты-Мансийского Банка (ХМБ) до 51%. Это позволило консолидировать данные баланса последнего по итогам 2010 года.

Отметим основные моменты отчетности:

- **Позитивная динамика кредитного портфеля.** Примечательно, что Номос-Банк продемонстрировал прирост объема займов и за счет органичного роста: на 14.7% до RUB247.8млрд. Приобретение же ХМБ позволило увеличить кредитный портфель еще на 43.2% до RUB354.9 млрд.
- **Улучшение качества активов:** доля просроченных кредитов в ссудном портфеле сократилась до 2.4% (6.4% для Номос-Банка по итогам 9М 2010). При этом за вычетом NPLs свыше 90 дней для ХМБ по итогам 2010 года (RUB3.2 млрд.) мы получаем, что за 4К 2010 Номос-Банк сократил проблемные кредиты практически в 2.5 раза.
- **Давление на чистую процентную маржу:** чистая процентная маржа банка составила 3.9%, однако здесь не отражены чистые процентные поступления ХМБ за весь отчетный период. NIM Номос-Банка в отдельности снизилась до 4.9% (не включая активы ХМБ) против 5.1% за 9М 2010. При этом, если учесть полноценное включение чистых процентных поступлений Ханты-Мансийского Банка в последующие периоды, мы ожидаем увидеть показатель на уровне 4.0-4.5%.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОМОС-БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	2010*
Чистые процентные доходы	13.2	17.5	14.4	14.4
Чистые комиссионные доходы	1.6	1.8	2.1	2.1
Операционные доходы до резервов	15.5	25.3	21.3	21.3
Операционные расходы	-5.5	-6.4	-8.0	-8.0
Отчисления в резервы	-5.3	-12.0	-4.1	-4.1
Чистая прибыль	3.5	4.3	7.4	7.4
Денежные средства	18.3	27.5	55.3	46.7
Ценные бумаги	38.9	59.2	82.1	54.9
Кредитный портфель, гросс	199.4	179.7	354.9	247.8
Резервы	-11.7	-17.0	-15.6	-9.3
Кредитный портфель, нетто	187.7	162.6	339.3	238.5
Средства кредитных организаций	41.1	34.7	59.8	45.0
Средства клиентов	122.9	134.2	313.4	212.1
Долговые ценные бумаги размещенные	46.9	32.5	67.6	41.0
Субординированный долг	9.8	22.7	27.1	24.9
Собственный капитал	32.5	36.6	57.9	36.2
Активы	277.8	277.1	530.2	361.9
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	21.5%	11.7%	14.8%	25.6%
Доходность активов (ROAA)	2.5%	1.6%	1.8%	2.8%
Расходы/доходы	35.4%	25.2%	37.6%	37.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	6.7%	3.9%	4.9%
NPLs/кредиты	1.6%	6.2%	2.4%	2.1%
Резервы/кредиты	5.9%	9.5%	4.4%	3.8%
Резервы/NPLs	3.7	1.5	1.8	1.8
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	11.2%	13.8%	10.6%	н.д.

*Данные без учета финансовых показателей Ханты-Мансийского Банка
Источник: данные банка, НБ «Траст»



- **Сильная позиция ликвидности:** банку предстоит погасить в 2011 году рублевых облигаций на сумму RUB3.4 млрд. В то же время объем денежных средств и эквивалентов превышает RUB55 млрд.
- **Ожидаемое вливание капитала.** По итогам консолидации достаточность капитала 1-го уровня снизилась до 10.1%. При этом показатель для Номос-Банка по итогам 9М 2010 составлял 13.8%. Мы ожидаем, что впредь поддержку обеспеченности капиталом окажет планируемое IPO, в ходе которого планируется увеличить капитал на RUB5.5 млрд., или на 9.4%.

Мы рекомендуем к покупке еврооблигации Номос-Банка, которые предлагают премию к бумагам Альфа-Банка 130-150 бп. В то же время мы ожидаем сужения спреда и считаем, что справедливое значение не должно превышать 80 бп.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Акрон (B1/NR/B+) нацеливается на ряд приобретений в отрасли; M&A активность повредит кредитному качеству компании; облигационный рынок недооценивает риски компании

По данным Ведомостей, Акрон в ближайшее время планирует приобрести одну из российских компаний химической отрасли. По словам председателя совета директоров компании А. Попова, Акрон рассматривает варианты покупки УралХима, Сибур-Минудобрений, росошанских «Минудобрений», МетаХима или отдельных активов, принадлежащих этим компаниям.

Г-н Попов также подтвердил сохраняющийся интерес Акрона к газовым активам.

КОММЕНТАРИЙ

В начале марта гендиректор Акрона И. Антонов уже заявлял о намерении компании приобрести газовые активы, для чего он обратился с письмом к Правительству России об оказании помощи с приобретением таких активов.

Для Акрона проблема дороговизны сырья на данный момент остается одной из острых. Сейчас доля затрат на него в общей себестоимости производства сложных удобрений составляет около 30%, поэтому неудивительно, что компания хочет стать вертикально интегрированной. Это позволит ей снизить негативное влияние роста цен как на газ (с 2015 г. Правительство планирует отказаться от регулирования этого рынка), так и на фосфорные удобрения.

Мы и раньше отмечали, что M&A активность для Акрона в нынешних условиях – это непозволительная роскошь. По словам г-на Попова, после приобретений активов показатель «Чистый долг/EBITDA» Акрона не превысит уровня 2.5-3.0x. Учитывая, что по итогам 9М 2010 г. этот показатель превысил значение 3.3x, а чистый долг компании составил около RUB34 млрд., сделка или должна носить безденежный характер, или же приобретаемый актив не должен быть обременен долгами. На наш взгляд, по итогам 2010 г. Акрону удалось удержать долговую нагрузку в терминах «Чистый долг/EBITDA» в пределах 3.0x, однако обширная инвестиционная программа для разработки апатитового и калийного месторождений все же потребует от компании увеличения совокупного долга. В случае увеличения M&A активности, риски увеличения долговой нагрузки вырастут многократно.

Облигации Акрона на рублевом рынке по-прежнему очень дороги, мы ожидаем от них негативной реакции на озвученные компанией планы по приобретению профильных и газовых активов.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ММК-46о	5000	7.65	3	NA / 7.80
Магнит-56о	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-16о	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-66о	500	8	3	8.16
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24
ОАК-1	46280	8	9	8.16
Полипласт-2	800	12.25	3 / 1	NA / 12.63
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-36о	1500	9.5	3	9.73

Налоговые выплаты

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

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
25 мар 11	МДМ Банк-26о	5000	TBD	3
29 мар 11	БНП ПАРИБА-1	2000	TBD	3
29 мар 11	Почта России-1	7000	TBD	5
29 мар 11	ОТП Банк-2	2500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-46о	1500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-56о	1500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
25 мар 11	МетроСтрой	1,500	7	7	23 сен 11
29 мар 11	ТатФондБанк-5	2,000	11	8.5	21 мар 12
30 мар 11	АРТУГ-2	500	16	14	22 мар 12
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	30 июн 11
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3,000	8.5	7	28 мар 13
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12		
11 апр 11	Зенит Банк-16о	5,000	7.9		
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-16о	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3,000	15		

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) 647-25-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

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 ОВВЗ
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. Представленные 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 намереваются 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. Иностранные 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.