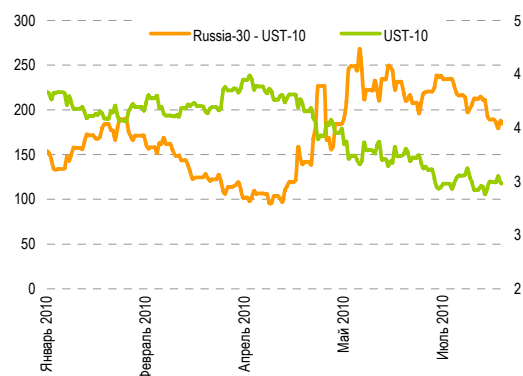
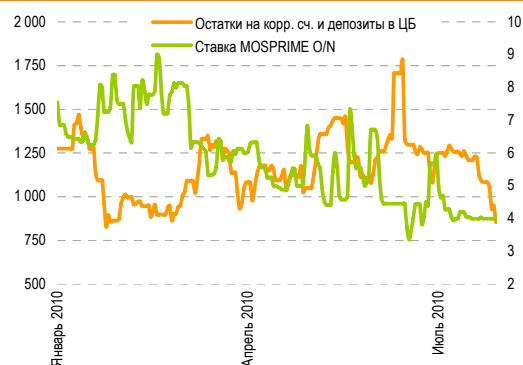


**Аналитическое управление**

Тел. +7 495 795-2521 доб. 2410

**Ключевые показатели**

Показатель	Значение	Измене- ние	Измене- ние, %
USD Libor 3m	0,47		-0,0094%
Нефть Brent	76,99	1,37	1,81%
Золото	1 168,3	4,65	0,40%
EUR/USD	1,3079	0,0084	0,65%
RUB/Корзина	34,36	0,0371	0,11%
MosPRIME O/N	3,27		0,03%
Остатки на корп. сч.	566,70	132,00	30,37%
Счета и депозиты в ЦБ	340,60	- 78,50	-18,73%
RUSSIA CDS 5Y \$	160,81	- 3,97	-2,41%
Rus-30 - UST-10	184,50	- 3,60	-1,91%

**Динамика спреда RUS-30 – UST-10**

**Динамика ликвидности банковской системы**


Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

**Размещения**

- **ГМК Норникель (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-):** уверенное качество по разумной цене (стр.2).
- **НК Альянс (В+/NR/В):** доходность, соответствующая риску (стр.3).

**Корпоративные новости**

- **ВТБ размещает 2-летние LPN на 400 млн. сингапурских долл. (292.6 млн. долл.) со ставкой купона 4.2% (стр.4).**
- **Газпромбанк планирует разместить 4-летние LPN на 500 млн. долл. (стр.4).**
- **ООО «Промтрактор-финанс» не исполнило обязательств по выкупу облигаций 3 серии в рамках реструктуризации займа (стр.4).**

**Экономика и политика**

- **Президент РФ Дмитрий Медведев подписал закон об инсайде (стр.4).**

**Рынки**

▪ После небольшой передышки цены российских евробондов продолжили рост в четверг на фоне общего позитивного настроения инвесторов на мировых площадках. Доходность суверенных российских еврооблигаций Russia-30 снизилась на 4 б.п. до 4.826%. Динамика российских облигаций в целом была более сдержанной. 5-летний CDS на Россию снизился на 4 б.п. до 160.81. CDS на долги европейских государств в целом не изменились, диапазон колебаний составил примерно 2 б.п. Евро превысил значение 1.30 и тестировал уровень 1.31, однако изменившиеся после утреннего оптимизма настроения на американских площадках помешали ему закрепиться выше. После недолгого снижения американские рынки частично восстановились, потеряв 0.4% по S&P и 0.6% по Nasdaq. Доходность UST-10 почти не изменилась и остается на уровне 3%. Общая ликвидность в системе выросла до 907 млрд. руб., однако все еще остается низкой, ставка MOSPRIME O/N повысилась незначительно – на 3 б.п. до 3.27%. Нефть марки Brent выросла до 77 долл. В целом, новостной фон нейтральный, рост евробондов и российских облигаций может продолжиться, однако...

▪ ...сегодня ожидается главная статистика недели из США – предварительные данные по ВВП за 2 квартал 2010 г. Консенсус-прогноз указывает на рост на 2.6% квартал к кварталу. Разочаровывающая статистика по этому показателю может вызвать глобальную распродажу активов на перегретых от летнего зноя площадках и привести к росту доходностей на мировых рынках. Мы не ожидаем существенной активности до публикации данных. Дополнительно сегодня будет опубликован Индекс доверия Мичиганского университета, а также представит свою отчетность Chevron, однако на фоне цифр по ВВП мы не ожидаем от них существенного влияния на рынок.

**Параметры займа**

Эмитент	ОАО «ГМК «Норникель»
Дата начала размещения	03.08.2010
Дата погашения	30.07.2013
Объем эмиссии	15 млрд. руб.
Рейтинг	Baa2/BBB-/BBB-
Дюрация	2,8
Ориентир по купону	7,25-7,5%

**Сравнительные коэффициенты**

Эмитент	Debt/ EBITDA	Net Debt/ EBITDA	EBITDA margin	CR
ГМК Норникель	1.21	0.39	43.5%	2.04
НЛМК	1.77	0.56	19.96%	2.74
ММК	2.07	2.07	14.28%	1.37
Северсталь	8.20	4.76	6.8%	2.14
Мечел	9.05	8.42	11.7%	0.82

**Ключевые финансовые показатели**

	2009 г.
Выручка	10 155
Операционная прибыль	3 776
EBITDA	4 418
Чистая прибыль	2 651
Долг	5 317
Чистый долг	1 732

Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

**ГМК Норникель (Baa2/BBB-/BBB-): уверенное качество по разумной цене**

Сегодня закрывается подписка на биржевые облигации 3 серии ГМК Норильский Никель. Текущий ориентир по купону – 7.25-7.5%. На наш взгляд, данный коридор по доходности выглядит привлекательным. Компания является крупным игроком на мировом рынке металлов, занимает ведущие позиции среди производителей никеля (доля рынка более 20%) и палладия (более 38%). Основными акционерами являются РУСАЛ (25%) и группа Интеррос (25%). Эмитент имеет кредитные рейтинги (Baa2/BBB-/BBB-) от всех 3 рейтинговых агентств. Во вторник S&P изменило прогноз по рейтингам эмитента с «Негативного» на «Стабильный», подтвердив долгосрочный кредитный рейтинг компании на уровне «BBB-» и рейтинг по национальной шкале «ruAAA+».

ГМК Норникель отличают высокие операционные показатели и кредитное качество, низкая долговая нагрузка и незапятнанная кризисом кредитная история. Несмотря на общее снижение выручки на 27.4% в 2009 году, обусловленное падением цен на основные реализуемые металлы, эмитент продемонстрировал высокий показатель рентабельности (43.5% по EBITDA) как за счет сокращения издержек, так и за счет отмены или снижения экспортных пошлин.

Соотношение Долг/EBITDA находится на комфортном уровне 1.21. Более того, за счет существенного навеса денежных средств и ликвидных активов на балансе (3.362 млн. долл. на конец 2009 г.), соотношение Чистый долг/ EBITDA и вовсе составляет 0.39, что является не только низким показателем в абсолютном выражении, но и наименьшим по сравнению с конкурентами. Среди негативных сторон стоит отметить весомое увеличение доли краткосрочной задолженности по сравнению с предыдущим годом (55% против 13.5% в 2008 г.), однако, учитывая высокий навес ликвидных активов, компания готова к предстоящим выплатам и данный фактор, на наш взгляд, не снижает кредитного качества эмитента. Коэффициент текущей ликвидности превышает значение 2, что позволяет не опасаться возможных проблем с предстоящими платежами в краткосрочной перспективе.

Среди потенциальных рисков, на которые стоит обратить внимание, мы отмечаем следующие:

- разлад между акционерами, публично освещающийся в СМИ
- возможная высокая волатильность на рынках цветных металлов и, как следствие, нестабильность выручки эмитента.
- большой объем планируемых займов в ближайшей перспективе (100 млрд. руб.)
- рублевый заем при валютной составляющей выручки – валютный риск.

- В текущей рыночной ситуации мы считаем обозначенные выше риски несущественными для кредитного качества эмитента. Разлад между акционерами вряд ли сможет сказаться на возможности компании обслуживать свой долг. Наши ожидания по стоимости никеля на ближайший год достаточно стабильны и предполагают удорожание металла. Мы не ожидаем резкого снижения цен на никель в ближайшей перспективе, поэтому считаем данный риск невысоким, хотя и наименее прогнозируемым среди остальных. Валютный риск, описанный выше, может быть нивелирован за счет своп-операций. Российские эмитенты уже имеют подобный опыт, среди недавних примеров – Аэрофлот.
- Доходность.** НЛМК, имеющий схожие показатели и схожую дюрацию биржевых облигаций является хорошим ориентиром по доходности. Так, его БО-6 с наибольшей дюрацией (2,34) торгуются с доходностью 7,4%. Мы считаем справедливым дисконт бумаг ГМК Норникель к бумагам НЛМК не более чем в 25 б.п. В случае размещения по нижней границе прогнозируемого коридора, БО Норникеля будут иметь доходность около 7.3%, что, учитывая, все же лучшие показатели последнего, является привлекательными уровнями для входа. Однако, учитывая интерес инвесторов к первичному рынку, не исключено размещение и на более низких уровнях.
- Принимая во внимание доходности сравнимых выпусков и рыночную конъюнктуру, мы считаем данный выпуск привлекательным при доходности УТМ не ниже 7%.

**Параметры займа**

Эмитент	ОАО «НК «Альянс»
Дата начала размещения	03.08.2010
Дата погашения	21.07.2020
Дата ближайшей оферты	30.07.2013
Объем эмиссии	5 млрд. руб.
Рейтинг	(B+/NR/B)
Дюрация	2,7
Ориентир по купону	10-10,5%

Источник: данные компании, расчеты МДМ Банка

**НК Альянс (B+/NR/B): доходность, соответствующая риску**

- 3 августа состоится размещение 3 серии облигаций ОАО «НК «Альянс» объемом 5 млрд. руб. Книга заявок будет закрыта 30 июля. Текущий ориентир по доходности 10-10.5% годовых. Срок обращения выпуска – 10 лет, предусмотрена трехлетняя оферта.
- Alliance Oil Company Ltd., являющаяся материнской для ОАО «НК «Альянс», представляет собой независимую вертикально-интегрированную нефтяную компанию, ведущую деятельность на территории России и Казахстана. Компания имеет подтвержденные и возможные резервы на уровне 526 млн. барр., производственные мощности по переработке составляют 70 тыс. барр. в день. Также владеет сетью оптовых и розничных терминалов сбыта продукции.
- Исходя из консолидированной отчетности за 1 квартал 2010 г., общий объем долга составил 958.532 млн. долл., доля краткосрочного долга – 29.5%, или 282.823 млн. долл. в абсолютном выражении. В 1 квартале 2010 г. компания разместила еврооблигации сроком на 5 лет объемом 350 млн. долл. При этом в 1 квартале произошла оптимизация структуры долга (на конец 2009 г. краткосрочная задолженность составляла 72.9%), однако она носила скорее искусственный характер (за счет учета новой эмиссии еврооблигаций). Коэффициент Долг/ЕБИТДА\* составляет 2,47 на конец 1 квартала 2010 г., а Чистый долг/ЕБИТДА – 1.3. Общий объем долга увеличился на 35% за 1 квартал.

Стоит отметить, что ковенанты размещенного займа еврооблигаций подразумевают допустимое значение Долг/ЕБИТДА не более 4 на конец 2010 г. и 3.5 далее. Однако выше порога в 3 есть вероятность снижения кредитных рейтингов эмитента, поэтому мы ожидаем, что компания постарается удержать долговую нагрузку на этом уровне. Стоит учесть, что помимо размещаемого 3 августа выпуска, компания привлекает долгосрочный кредит ВЭБа на общую сумму 697 млн. долл., а также зарегистрировала еще 3 выпуска БО суммарным объемом 15 млрд. руб.

- Основные риски эмитента связаны с наращиванием долгового портфеля, как для рефинансирования текущих обязательств, так и для достаточно обширной инвестпрограммы. Учитывая указанные источники привлечения средств, а также достаточно успешные операционные показатели за 2 квартал 2010 г., мы ожидаем, что эмитент сможет удержать соотношение Долг/ЕБИТДА на уровне, не превышающем 3.

- УТМ 5-летних евробондов на закрытие 29 июля составила 9.2%. Учитывая менее жесткие ковенанты рублевых облигаций, а также срочность выпуска, мы можем рекомендовать их к покупке инвесторам с толерантностью к риску выше средней и при доходности к погашению не менее 10%.

\*ЕБИТДА рассчитана за период с 2 кв. 2009 г. по 1 кв. 2010 г. включительно.

#### Корпоративные новости

- **ВТБ размещает 2-летние LPN на 400 млн. сингапурских долл. (292.6 млн. долл.) со ставкой купона 4.2%.** Road show состоялось в Сингапуре 27-28 июля. Расчеты с инвесторами пройдут 11 августа. Ранее было известно о планах ВТБ разместить в 2010 году несколько выпусков – рублевые эквивалентом на 1 млрд. долл., на азиатских площадках на 200 млн. долл., евробонды на 1 млрд. долл. - НЕЙТРАЛЬНО

- **Газпромбанк планирует разместить 4-летние LPN на 500 млн. долл.** В четверг была закрыта книга заявок. Ориентир доходности составляет 6,25-6,375%. На текущий момент доходность евробондов ГПБ-2013 – 5,6%, 2015 – 6,4%. Указанный диапазон лежит на кривой доходности и не представляет дополнительной возможности для заработка.

- **ООО «Промтрактор-финанс» не исполнило своих обязательств по выкупу облигаций 3 серии в рамках реструктуризации займа.** Общая сумма неисполненного обязательства составила 285.602 млн. руб. Накануне, в среду, ООО «Промтрактор-финанс» не смогло исполнить обязательства по выплате купонного дохода за 4-й купонный период. Общий объем неисполненных обязательств составил 422.3 млн. руб. В январе 2010 г. эмитент уже допустил техдефолт, не выплатив купон за 3-й купонный период.

#### Экономика и политика

- **Президент РФ Дмитрий Медведев подписал закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ».** Закон вступает в силу через 6 месяцев после опубликования. Мы воспринимаем данную новость как положительный шаг по совершенствованию инфраструктуры всего российского рынка ценных бумаг и повышению его прозрачности.

**Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»**

Константин Рогов  
Konstantin.Rogov@mdmbank.com

**Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг**

Виниченко Илья  
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

**Продажи долговых инструментов**

Линаида Еремина +7 495 363 55 83  
Наталья Ермолицкая +7 495 960 22 56  
Дарья Грищенко +7 495 363 27 44  
Роберто Пеццименти +7 495 787 94 52

**Торговля долговыми инструментами**

Александр Зубков Alexander.Zubkov@mdmbank.com  
Ларин Андрей Andrey.Larin@mdmbank.com

**Операции РЕПО**

Денис Анохин Denis.Anokhin@mdmbank.com  
Илья Ненайденко Ilya.Nenaidenko@mdmbank.com

**Торговля и продажи на рынке акций**

Хусаинов Альберт Albert.Khusainov@mdmbank.com  
Ромодин Максим Maxim.Romodina@mdmbank.com  
Семенов Артур Artur.Semenov@mdmbank.com  
Ворожейкина Анастасия Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

**Брокерское обслуживание**

Ильина Анна Anna.Ilina@mdmbank.com  
Бердин Игорь Igor.Berdin@mdmbank.com

**Аналитическое управление**

Михаил Зак Mikhail.Zak@mdmbank.com	Начальник аналитического управления	+7 495 795 2521 доб. 2410
Дмитрий Конторщиков Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com	Рынок акций	
Николай Гудков Nikolay.Gudkov@mdmbank.com	Рынок акций	
Андрей Кулаков	Долговой рынок	

**Редакторская группа**

Михаил Ременников Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер Andrew.Mullinder@mdmbank.com
--	--

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.