

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Европа: **Moody's** может понизить рейтинги **30 испанских банков**; **Греция** запаздывает с сокращением бюджетного дефицита
- **ЕЦБ** сократил **объемы покупок гособлигаций** проблемных стран; ждем спокойного завершения года
- **Китай** выразил готовность помочь Европе в решении долговых проблем
- Накануне инвесторы покупали **суверенные бумаги** и избавлялись от корпоративных; **спред Russia 30 – UST 10** расширился ([стр. 2](#))
- **Moody's** поставило суверенный рейтинг **Португалии** на пересмотр с возможностью снижения на одну-две ступени

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Поступления **бюджетных средств** до конца года компенсируют налоговые выплаты, поддерживая ставки денежного рынка на приемлемом уровне
- Сколько «съедят» ликвидности **ОФЗ, ОБР, налоговые выплаты**? Видим неопасные величины
- **Рубль** укрепился до минимума за последние 2.5 месяца
- Аукционы **ОФЗ** завтра пройдут по плану; вопрос, какой будет подарок под Новый год? Ждем ориентиров
- **ХКФ Банк** разместил на вторичном рынке RUB4.9 млрд. облигаций 6-й серии; нет потенциала роста
- **АФК «Система»** предложит рублевые бонды на RUB19.5 млрд.; текущие уровни по облигациям Системы считаем агрессивно низкими ([стр. 3-4](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Уралкалий** поглощает **Сильвинит**; будет размещать облигации на RUB50 млрд. под сделку; на рынок выходит интересный эмитент из 2-го эшелона
- **Telenor** выступает против сделки между **VimpeCom Ltd.** и **Weather Investments**; сроки завершения могут сдвинуться, а условия – пересмотрены
- **МТС** не будет участвовать в аукционе на покупку Укртелекома; позитивно для облигаций МТС
- **Промсвязьбанк** предоставил отчетность за 9М 2010 по МСФО, банку повышен рейтинг от Fitch до «BB-» с «B+»
- **Норильский Никель** продает собственные акции, чтобы купить... собственные акции; S&P планирует пересмотреть рейтинг компании; угроз кредитному качеству пока не видим; не исключаем размещения евробондов
- **НЛМК**: нейтральная отчетность за 3К 2010 еще раз подтвердила лучшие на фоне конкурентов показатели; бумаги справедливо оценены ([стр. 5-10](#))
- **Газпром** продал Газпромбанку в **Новатэке** на 9.4%; конечным приобретателем, вероятно, станет Геннадий Тимченко; наращивание им доли в газовой компании позитивно для кредитного профиля
- **Евраз**: прогноз рейтинга от Moody's пересмотрен на «позитивный»; исходя из условий, озвученных агентством, по итогам 2010 года, рейтинг может быть повышен до уровня «Ba3»
- **Ростелеком** планирует 14 выпусков рублевых облигаций в объеме RUB31.5 млрд для замещения публичных долгов МРК. Учитывая невысокую ликвидность последних, мы не ожидаем их существенной динамики

СЕГОДНЯ

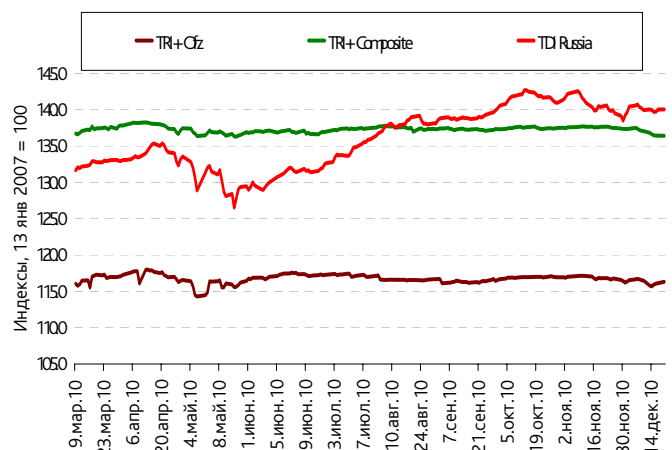
- Статистика ЕС: индекс потребительского доверия в Германии

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 204.00	-8.00	-14.00	16.00
EMBI+ spread	↓ 250.58	-7.28	-1.36	-23.18
Russia 30 Price	↑ 115.22	+ 2/8	-2 7/8	+2 3/8
Russia 30 Spread	↓ 154.70	-7.60	-13.40	+0.50
Russia 5Y CDS	↑ 144.87	+0.19	+0.89	-37.95
UST 10y Yield	↑ 3.349	+0.04	+0.54	-0.49
BUND 10y Yield	↓ 2.963	-0.06	+0.32	-0.42
UST 10y/2y Yield	↑ 273.1	+2	+39	+3
Mexico 33 Spread	↓ 233	-9	-27	-6
Brazil 40 Spread	↓ 100	-9	+17	-54
Turkey 34 Spread	↓ 256	-3	+3	-26
ОФЗ 26199	↓ 6.19	-0.01	+0.30	-1.61
Москва 50	↑ 5.99	+0.04	+0.38	-2.60
Мособласть 8	↓ 8.62	-0.40	+0.78	-2.16
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↓ 7.43	-0.00	-0.30	-0.54
Руб / \$	↑ 30.775	+0.022	-0.174	+0.590
\$ / EUR	↓ 1.312	-0.006	-0.057	-0.121
Руб / EUR	↓ 40.506	-0.174	-1.851	-2.955
NDF 1 год	↓ 4.790	-0.030	+0.440	-1.300
RUR Overnight	↑ 2.50	+0.2	-0.8	+2.0
Корсчета	↓ 600.6	-34.30	+106.40	-233.50
Депозиты в ЦБ	↑ 352.3	+55.40	-70.60	-88.00
Сальдо опер. ЦБ	↑ 203.90	+39.00	+80.50	+272.80
RTS Index	↑ 1746.55	+0.07%	+9.05%	+20.90%
Dow Jones Index	↓ 11478.13	-0.12%	+2.68%	+10.07%
Nasdaq	↑ 2649.56	+0.25%	+4.64%	+16.76%
Золото	↑ 1387.03	+0.20%	+1.84%	+26.40%
Нефть Urals	↓ 89.26	-0.02%	+8.72%	+16.59%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 243.92	0.20	-0.17	27.42
TRIP Composite	↓ 234.16	-0.04	-2.14	5.09
TRIP OFZ	↑ 184.79	0.33	-0.82	7.07
TDI Russia	↑ 219.47	0.07	-0.84	21.56
TDI Ukraine	↓ 218.74	-0.04	1.64	47.01
TDI Kazakhs	↓ 179.28	-0.43	0.18	31.06
TDI Banks	↑ 218.21	0.04	0.38	18.99
TDI Corp	↓ 230.97	-0.22	0.61	27.73

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Европа: Moody's может понизить рейтинги 30 испанских банков; Греция запаздывает с сокращением бюджетного дефицита

В понедельник агентство Moody's поставило рейтинги 30 испанских банков на пересмотр с возможностью понижения после того, как 15 декабря на пересмотр был поставлен суверенный рейтинг Испании «Aa1». Агентство также понизило рейтинги нескольких ирландских банков до «Baa1» - уровня, до которого на прошлой неделе был понижен рейтинг Ирландии.

Тем временем Греция отчиталась о выполнении плана по снижению дефицита бюджета. За 11 месяцев текущего года показатель составил EUR18.7 млрд. против EUR25.6 млрд. за аналогичный период годом ранее. Таким образом, властям обремененной долгами страны удалось снизить дефицит на 27.1% против запланированных на конец года 33.2%.

Решение Moody's во многом ожидаемо и в целом было воспринято долговым рынком нейтрально. Куда более серьезное беспокойство вызывает греческая статистика: если Афинам не удастся достичь таргетируемых показателей по итогам 2010 г., и без того хрупкое доверие инвесторов к экономике Греции может быть вновь подорвано.

Это, в свою очередь, бросит тень на весь экономический и валютный союз, поставив под сомнение способность властей ЕС справляться со слабой бюджетной дисциплиной в регионе.

ЕЦБ сократил объемы покупок гособлигаций проблемных стран; ждем спокойного завершения года

Несмотря на сохраняющуюся напряженность на долговом рынке Европы, ЕЦБ на прошлой неделе снизил объемы покупок госбумаг стран еврозоны до минимального за 2 месяца уровня. Регулятор приобрел бумаги на общую сумму EUR603 млн. против EUR2.667 млрд. по итогам предыдущей недели.

На наш взгляд, подобная динамика хорошо коррелирует со стремлением ЕЦБ подтолкнуть страны еврозоны к более активным действиям по снижению бюджетных дефицитов, о необходимости которых неоднократно заявлял глава регулятора Жан-Клод Трише.

В целом мы не ожидаем серьезного ухудшения ситуации на рынке суверенного долга стран Старого Света до конца текущего года. Рынок вряд ли предпримет попытки атак на «периферийные» страны в преддверии рождественских каникул. Серьезных колебаний стоимости долговых инструментов в еврозоне следует ожидать в начале следующего года, когда будет опубликована статистика по состоянию сектора госфинансов стран региона за 2010 г.

Китай выразил готовность помочь Европе в решении долговых проблем

Заместитель премьера Госсовета КНР заявил во вторник, что Поднебесная поддерживает меры МВФ по стабилизации ситуации на долговом рынке Европы и готова оказать поддержку странам региона, столкнувшимся с финансовыми проблемами. На прошлой неделе португальские СМИ сообщали, что Китай намерен инвестировать в долговые бумаги Португалии EUR4-5 млрд. в течение первого квартала 2011 г.

Несмотря на позитивную реакцию рынков на данную информацию, мы придерживаемся мнения, что помощь со стороны Китая хотя и будет наверняка полезна для купирования кризиса суверенных долгов в Европе, однако не способна решить проблемы, лежащие в его основе.

Накануне инвесторы покупали суверенные бумаги и избавлялись от корпоративных; спред Russia 30 – UST 10 расширился

На рынке российских еврооблигаций наблюдалась смешанная динамика. Снижение стоимости, в частности, продемонстрировали долгосрочные бумаги компаний нефтегазового сектора: бонды Газпрома потеряли 50-120 бп, Лукойла – 40-80 бп. Неважно себя чувствовал и банковский сектор. По итогам торгов длинные облигации ВТБ снизились в цене на 60-110 бп.

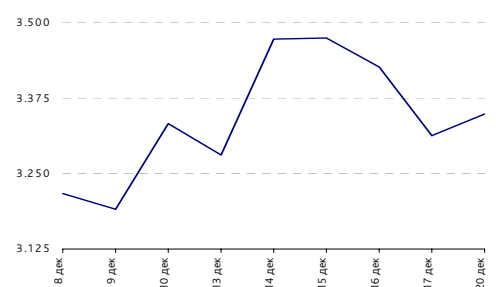
Суверенные еврооблигации, тем не менее, дорожали: **Russia 30** торговалась в пятницу чуть выше отметки 115% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** расширился до 155 бп из-за небольшого роста UST.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

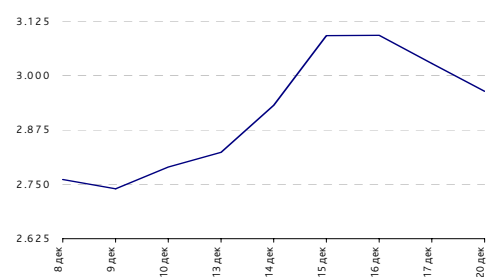
Russia 30 (Price)



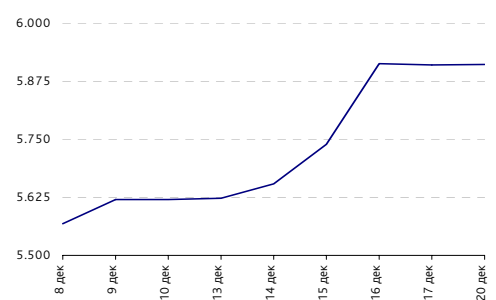
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Поступления бюджетных средств до конца года компенсируют налоговые выплаты, поддерживая ставки денежного рынка на приемлемом уровне

Приток бюджетных средств на этой неделе позволил практически полностью покрыть весьма существенные выплаты по НДС – по нашим оценкам RUB180-190 млрд. В результате встречных поступлений из бюджета, завершение уплаты НДС вчера привело к чистому оттоку ликвидности в объеме RUB57.5 млрд. (до RUB1.45 трлн.). В частности, [депозиты](#) «потеряли» RUB64.2 млрд. (до RUB288.1 млрд.), а [корсчета](#) прибавили лишь RUB5.8 млрд. (до RUB606.4 млрд.).

Ввиду стабилизации ситуации с ликвидностью короткие ставки денежного рынка зафиксировались на приемлемых уровнях, а в некоторых сегментах снизились еще на 0.25-0.5 п.п. Так, ставки однодневного МБК днем держались на уровне 2.5-2.75%, а к вечеру снизились до 2.25-2.5%. Средняя стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО под залог [ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) вчера вернулась к уровню 3.51-3.56% против 4% накануне. Рублевые ставки по валютным свопам в течение дня колебались преимущественно в районе 2.5-3.0%, с последующим снижением к концу торговой сессии до 2.5-2.7%.

Сколько «съедят» ликвидности ОФЗ, ОБР, налоговые выплаты? Видим неопасные величины

Из событий, способных изъять часть ликвидности на этой неделе, отметим аукционы ОФЗ на RUB26 млрд. 22 декабря и аукцион **ОБР-16** на RUB50 млрд. 23 декабря. Если аукционы ОФЗ, как нам кажется, будут пользоваться спросом, то **ОБР-16**, вероятнее всего, останутся невостребованными, - на прошлом аукционе участники рынка продемонстрировали отсутствие интереса к этому инструменту.

Главным событием, способным оттянуть значительный объем ликвидности, служат платежи по НДС и акцизам (порядка RUB170 млрд., до 27 декабря). Предварительные отчисления по этому налогу, вероятнее всего, начнутся уже в эту пятницу, что может оказать небольшое давление на ставки, но исправить ситуацию способны значительные поступления бюджетных средств до конца года.

Рубль укрепился до минимума за последние 2.5 месяца

С открытия по RUB35.21 в первые полчаса ввиду поддержки со стороны продажи валютной выручки экспортерами рубль смог укрепиться до локального минимума по бивалютной корзине - RUB35.14. На таком уровне рубль последний раз находился лишь в середине октября. В оставшееся время, курс национальной валюты колебался между двумя этими значениями, закрепившись на отметке RUB35.17 по окончании торгов.

Аукционы ОФЗ завтра пройдут по плану; вопрос, какой будет подарок под Новый год? Ждем ориентиров

Завтра Минфин завершит цикл продажи ОФЗ в этом году двумя аукционами: **ОФЗ 25071** на RUB15.2 млрд. (с погашением 26.11.14) и **ОФЗ 25074** на RUB10.5 млрд. (с погашением 29.06.11). Отметим, что вчера эти выпуски на вторичном рынке торговались с доходностью 7.21% и 4.53% соответственно.

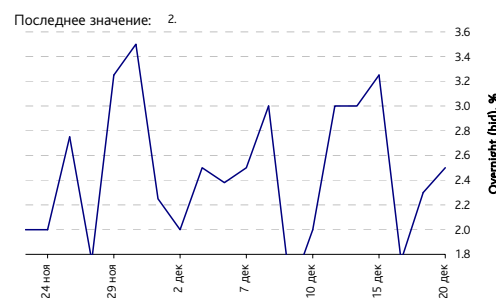
Обеспечить спрос на этих аукционах может предпраздничная активность на долговых рынках и начавшая поступать в систему ликвидность в виде бюджетных расходов. Однако, учитывая консервативность политики Минфина в отношении предоставления премий ко вторичному рынку, многое будет зависеть от того, какие ориентиры будут установлены Минфином. Отметим, что по состоянию на сегодняшнее утро ориентиры по этим выпускам еще не были обозначены.

ХКФ Банк (ВаЗ/В+/NR) разместил на вторичном рынке RUB4.9 млрд. облигаций 6-й серии; нет потенциала роста

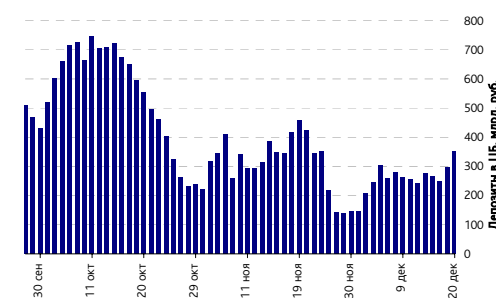
Вчера ХКФ Банк провел вторичное размещение 6-го выпуска облигаций на сумму RUB4.9 млрд. Цена покупки была установлена на уровне 99.53% от номинала, что обеспечило доходность УТР 8.25% к оферте через 2 года, т.е. по верхней границе ранее объявленного диапазона доходности.

На наш взгляд, для облигационеров предложение было привлекательно и позволило заработать до 30 бп при предъявлении бумаг к оферте. Однако мы не видим потенциала снижения доходности выпуска, считая перекупленными

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





бумаги банковского сегмента в перспективе двух лет.

АФК «Система» (ВаЗ/ВВ/ВВ-) предложит рублевые бонды на RUB19.5 млрд.; текущие уровни по облигациям Системы считаем агрессивно низкими

Совет директоров АФК «Система» принял решение о размещении рублевых облигаций совокупным объемом RUB19.5 млрд. и сроком обращения 5 лет.

По сообщению компании, все привлеченные средства пойдут на рефинансирование текущей задолженности, в результате чего увеличения совокупного долга не произойдет.

На данный момент на рублевом рынке обращается 3 выпуска бондов Системы, которые предлагают незначительную премию (в размере не более 15 бп) к кривой рублевых инструментов МТС. На наш взгляд, справедливая доходность для 5-летнего выпуска рублевых облигаций АФК «Система» составляет около 8.5-8.9% годовых, что на 10-40 бп больше, чем рыночная доходность торгующихся сейчас 5-летних рублевых бондов МТС.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

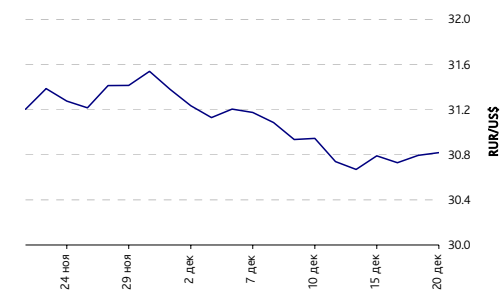
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Уралкалий (NR) поглощает Сильвинит (NR); будет размещать облигации на RUB50 млрд. под сделку; на рынок выходит интересный эмитент из 2-го эшелона

Уралкалий потратит на приобретение 20% акций Сильвинита USD1.4 млрд., после чего остальные акции Сильвинита будут обменяны на бумаги Уралкалия. Кроме того, Уралкалий объявил о скором выпуске биржевых облигаций совокупным объемом RUB50 млрд. и сроком обращения 3 года.

Завершить сделку по 20% Сильвинита Уралкалий планирует к 28 февраля 2011 года. Таким образом, выхода на рынок рублевых облигаций стоит ожидать в течение 2 ближайших месяцев. Создать же объединенную компанию планируется к маю 2011 года.

КОММЕНТАРИЙ

Обе компании, участвующие в M&A сделке, ранее не предлагали инвесторам облигации, поэтому на рублевом долговом рынке среди эмитентов химической отрасли скоро появится новое имя.

Сильвинит — крупнейший в России производитель калия (3.5 млн. тонн), разрабатывающий Верхнекамское месторождение калийно-магниевых солей. Уралкалий — второй заметный российский производитель хлористого калия (2.6 млн. тонн). После присоединения Сильвинита Уралкалий станет монопольным российским производителем калийных удобрений и займет второе место в мире после канадской Potash Corp. И Сильвинит, и Уралкалий являются публичными компаниями с совокупной капитализацией чуть ниже USD25 млрд.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ УРАЛКАЛИЯ

МСФО, RUB млрд.	Уралкалий			Уралкалий+Сильвинит pro-forma	
	1П 09	2009	1П 10	2008	2009
Выручка	13.9	33.8	27.4	118.2	67.8
ЕБИТДА	7.4	16.4	12.7	78.4	37.6
Чистая прибыль	4.5	9.1	8.4	39.2	19.6
Чистый операц. денежный поток	.4	4.5	8.9	32.6	4.5
Капвложения и M&A	5.9	14.4	6.0	21.1	19.8
Свободный денежный поток	-4.5	-9.1	2.9	11.5	-14.6
Совокупный долг	13.8	14.0	15.2	66.5	63.0
Краткосрочный долг	8.7	5.7	12.3	34.7	9.3
Денежные средства и эквиваленты	9.8	4.3	5.0	20.2	7.
Активы	63	63	70	162	169
Показатели					
ЕБИТДА margin	54%	48%	46%	66%	55%
ЕБИТДА/проценты	36.4	41.7	49.4	56.7	57.8
Долг/ЕБИТДА*	0.5	0.9	0.7	0.4	0.6
Чистый долг/ЕБИТДА*	0.1	0.6	0.5	0.3	0.6
Долг/Собственный капитал	0.4	0.3	0.3	0.9	0.7

Источники: данные компаний, расчеты НБ «ТРАСТ»

До 2010 г. мажоритарным акционером Уралкалия был Дмитрий Рыболовлев, после фактического выхода из бизнеса и продажи основного пакета акций бенефициаром Уралкалия стал Сулейман Керимов с партнерами. Бенефициарами Сильвинита, в свою очередь, являются Анатолий Скуров и Зелимхан Муцоев. Насколько мы понимаем, озвученная схема сделки по поглощению Сильвинита Уралкалием подразумевает, что максимальный по размеру пакет акций получит именно Сулейман Керимов. Его доля составит 16% голосующих акций; если же брать доли партнеров, то Керимов получит эффективный контроль более чем над 40% акций. Таким образом, он будет контролировать компанию.

Отрасль калийных удобрений характеризуется благоприятным для российских компаний налогообложением (включая пошлины), ничтожной степенью конкуренции, высокими барьерами для входа прочих игроков и, наконец, фантастической рентабельностью бизнеса, которая дает фору и нефтяникам, и сотовым телекомом (ЕБИТДА margin порядка 60-65%).



Сильвинит не слишком прозрачен для проведения детального анализа кредитного качества: компания публикует только годовую отчетность по МСФО. Поэтому динамику финансовых показателей, которые произошли благодаря улучшению состояния глобальных рынков калийных удобрений в 2010 г., проследить нельзя.

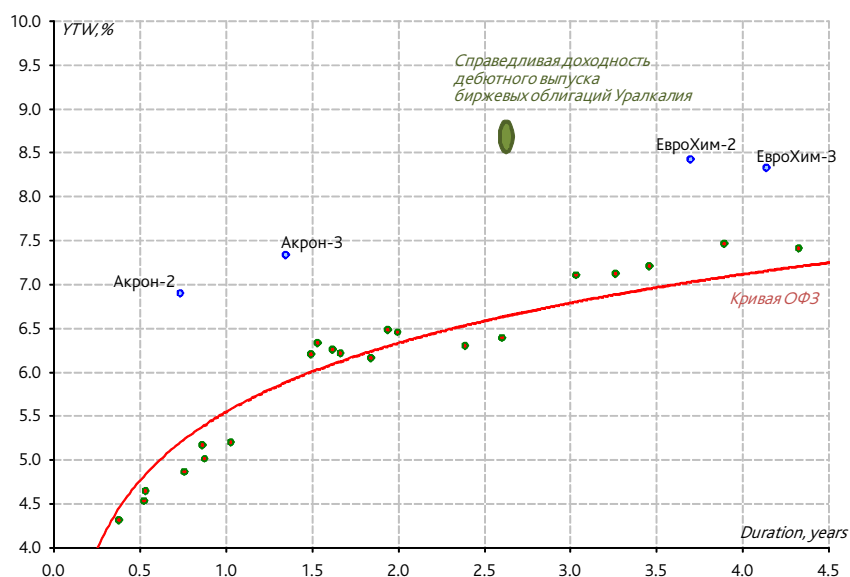
Однако если предположить, что по сравнению с концом 2009 г. совокупный долг Сильвинита не изменился, то после завершения M&A сделки совокупный долг Уралкалия вырастет до RUB120-125 млрд. (с учетом привлечения RUB50 млрд. на рублевом рынке облигаций для финансирования денежной части M&A сделки с Сильвинитом). Выручка и EBITDA объединенной компании составят, по нашим оценкам, около RUB100-107 млрд. и RUB53-55 млрд. соответственно, таким образом, показатель «Долг/EBITDA» чуть превысит 2х. По размерам бизнеса Уралкалий станет сопоставим с ЕвроХимом, однако его долговая нагрузка будет несколько выше (у ЕвроХима по итогам 9М 2010 г показатель «Долг/EBITDA» – около 1.7х).

Важным негативным фактором для инвесторов окажется также отсутствие кредитного рейтинга Уралкалия, но, по нашим оценкам, объединенная компания могла бы претендовать на рейтинг уровня BB-.

Если сравнивать кредитный профиль Уралкалия с компаниями-производителями удобрений, инструменты которых представлены на рублевом рынке облигаций, то, на наш взгляд, кредитные риски Уралкалия после завершения сделки с Сильвинитом будут выглядеть более предпочтительно, чем риски Акрона, и чуть хуже, чем риски ЕвроХима.

Поэтому по итогам нашего экспресс-анализа обеих компаний мы оцениваем справедливую доходность в диапазоне 8.50-8.80% годовых для 3-летней бумаги. Мы принимаем в расчет как объем предложения от компании, так и инвестиционную открытость. По мере получения рейтингов не ниже уровня «BB-/BB» доходность облигаций Уралкалия может опуститься практически на кривую ЕвроХима, то есть до отметки 8.00% на дюрации 2.6 года.

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ НА РУБЛЕВОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ



Источники: ММВБ, расчеты НБ «ТРАСТ»

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru ☎ 647-23-60
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru ☎ 647-25-89

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Telenor выступает против сделки между VimpeCom Ltd. и Weather Investments; сроки завершения могут сдвинуться, а условия – пересмотрены

VimpelCom Ltd. опубликовала вчера пресс-релиз, в котором указала, что ее основной акционер – норвежская компания Telenor – выступает против сделки по покупке Weather Investments на текущих условиях.

КОММЕНТАРИЙ

В наблюдательном совете VimpelCom Ltd. Telenor принадлежит 3 кресла из 9



(еще 3 – у Altimo, 3 – занимают независимые директора). В ходе вчерашнего заседания все 3 директора Telenor проголосовали против сделки по покупке Weather Investments на ранее оговоренных условиях. Несмотря на то, что формально Telenor не сможет заблокировать сделку на совете директоров (для ее одобрения необходимо простое большинство), как акционер она сделку все же заблокирует.

Норвежская компания не согласна с внесением изменений в акционерное соглашение, ранее заключенное с Altimo и наделяющее пока только Altimo и Telenor паритетными правами. Завершение же сделки на текущих условиях подразумевает наделение Weather Investments в VimpelCom Ltd. правами, сопоставимыми с правами Altimo и Telenor.

На этом фоне неопределенность с перспективами сделки только увеличивается, а сроки ее завершения (если она вообще состоится), вероятнее всего, будут сдвинуты на более поздний срок. Блокирование слияния самым крупным акционером потребует дополнительных переговоров, которые могут не успеть окончательно завершиться до февраля.

Напомним, что на февраль запланирован аукцион на покупку сербского оператора Srbija Telecom, в котором VimpelCom Ltd. планирует участвовать. (Подробнее см. наш специальный обзор «Vimpelcom Ltd. И МТС: Кредитные истории окончательно разошлись?» от 15.12.2010)

Мы оставляем торговую рекомендацию на неагрессивную покупку VimpelCom 16 и VimpelCom 18 из-за того, что их спреды к свопам более чем на 100 бп шире, чем у MTS 20, а также на фоне увеличивающейся вероятности срыва сделки VimpelCom Ltd. и Weather Investments.

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

МТС (Ba2/BB/BB+) не будет участвовать в аукционе на покупку Укртелекома; позитивно для облигаций МТС

Как сообщают сегодня Ведомости, МТС не стала подавать заявку на участие в аукционе по приватизации 92.791% акций украинского оператора фиксированной связи Укртелеком.

КОММЕНТАРИЙ

Ранее сообщалось, что МТС подавала заявку на ознакомление с конкурсной документацией, а вчера был последний день для подачи заявки на участие в самом аукционе. МТС решила воздержаться от столь масштабной экспансии на украинский рынок, которая потребовала бы от компании денежных средств в размере не менее USD1.3 млрд.

О том, что МТС не будет участвовать в тендере на покупку Укртелекома, мы впервые узнали от CFO МТС на 8-м всероссийском облигационном конгрессе в начале декабря. Теперь эта информация получила официальное подтверждение.

Мы позитивно смотрим на стратегию МТС по планам органического развития и отказа от крупных M&A сделок в ближайшем будущем. Компания не видит явного синергетического эффекта и эффекта роста эффективности за счет масштабов экстенсивного бизнеса, покупок сотовых активов за рубежом. Более подробно о наметившихся различиях в кредитных профилях МТС и VimpelCom Ltd и нашем взгляде на 2 компании можно прочесть в специальном обзоре «Vimpelcom Ltd. И МТС: кредитные истории окончательно разошлись?» от 15.12.2010.

Мы также ожидаем, что МТС в скором времени может получить один из рейтингов инвестиционной категории. Рейтинги компании сдерживаются только более низкими рейтингами материнской АФК «Система» (Ba3/BB/BB-). Fitch недавно изменило прогноз по рейтингам АФК «Система» и МТС со «стабильного» на «позитивный», поэтому вполне вероятно и их синхронное повышение, что может спровоцировать активные покупки евробондов МТС.

Мы отмечаем все большую привлекательность рублевого публичного долга МТС, несмотря на то, что выпуски МТС торгуются с узкими спредами к кривой ОФЗ и ключевых blue chips.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89



БАНКИ И ФИНАНСЫ

Промсвязьбанк (Ba2/NR/BB-) предоставил отчетность за 9М 2010 по МСФО, банку повышен рейтинг от Fitch до «BB-» с «B+»

Вчера Промсвязьбанк опубликовал частичные финансовые итоги деятельности за 9М 2010 по МСФО.

Кроме того, Fitch повысил рейтинг Промсвязьбанка до «BB-» с «B+», прогноз по рейтингу – «стабильный». Аналитики отмечают восстановление качества активов (реструктурированные кредиты в кредитном портфеле за 9М 2010 сократились до 15% с 26%), а также улучшение обеспеченности капиталом (TCAR увеличился до 15.2%, ожидается вливание капитала в 1П 2011).

КОММЕНТАРИЙ

Финансовые итоги банка за 9М 2010 мы склонны оценивать нейтрально, а рейтинговое действие Fitch считаем вполне закономерным. В 3К 2010 сохранилась динамика основных показателей: банк продолжил последовательно привлекать средства вкладчиков, улучшать качество активов, поддерживая комфортную позицию ликвидности. С другой стороны, проседает чистая процентная маржа и стагнирует кредитный портфель.

Наиболее позитивным моментом деятельности 3К 2010 стало сохранение позитивной динамики **качества активов**. Так, доля NPLs в кредитном портфеле сократилась до 11.3% с 11.9% за квартал, а доля реструктурированных кредитов – до 15.1% с 17.5%. Мы ожидаем, что банк сохранит тенденцию сокращения проблемных кредитов в 4К, но, вероятно, меньшими темпами в денежном выражении, акцентируясь на опережающем темпе роста кредитования.

Однако основным источником сокращения проблемных ссуд в 3К послужило их списание с баланса, в результате чего стагнировал **кредитный портфель банка** (RUB327 млрд.) в отношении как корпоративных, так и розничных клиентов. Однако, на наш взгляд, банку вполне по силам рассчитывать на прирост корпоративного кредитования в 15% по итогам 2010 года (прирост уже составил 10% за 9М 2010 по МСФО), учитывая активный рост портфеля в 1П 2010 и восстановление кредитования осенью (+6% за октябрь-ноябрь, по данным РСБУ).

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОМСВЯЗЬБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1П 10	9М 10
Чистые процентные доходы	22	26	10	14
Чистые комиссионные доходы	5	6	3	4
Операционные доходы до резервов	28	34	13	19
Операционные расходы	-12	-13	-7	-10
Отчисления в резервы	-13	-21	-5	-6
Чистая прибыль	2	-1	1	2
Денежные средства	106	108	35	46
Ценные бумаги	23	49	49	52
Кредитный портфель, гросс	319	305	329	327
Резервы	-19	-39	-42	-40
Кредитный портфель, нетто	300	266	287	287
Средства кредитных организаций	60	59	47	54
Средства клиентов	230	290	282	279
Субординированный долг	13	18	16	22
Заемные средства	63	57	44	47
Собственный капитал	40	38	42	44
Активы	462	471	436	462
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	4.6%	-1.6%	2.8%	7.0%
Доходность активов (ROAA)	0.4%	-0.1%	0.2%	0.6%
Расходы/доходы	43.8%	39.0%	53.7%	52.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.6%	6.2%	4.7%	4.5%
NPLs/кредиты	2.8%	12.3%	11.9%	11.3%
Резервы/кредиты	5.8%	12.7%	12.8%	12.2%
Резервы/NPLs	2.1	1.0	1.1	1.1
Достаточность капитала (TCAR)	13.1%	14.3%	14.0%	15.2%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Улучшение качества портфеля позволяет банку последовательно сокращать **отчисления в резервы на обесценение**, поддерживая комфортный уровень покрытия просроченных кредитов резервами (1.1x) и обеспечивая рост чистой прибыли (за 3К 2010 более чем в 2 раза к 2К 2010 до RUB1.6млрд.). Мы не ожидаем в краткосрочной перспективе увидеть восстановление резервов.

Тем не менее банку не удастся противостоять рыночным тенденциям опережающего снижения процентных ставок. Так, сокращаются процентные поступления (-23% к итогам 2К 2010 до RUB4 млрд.), оказывая существенное давление на **чистую процентную маржу**. По нашим расчетам, NIM просела до 4.5% с 4.7% по итогам 1П 2010.

Мы находим привлекательными еврооблигации банка. Во-первых, мы видим потенциал сужения спреда между **PromSvBk 13** и **AlfaBk 13** с текущих 100 бп как минимум на 30-50 бп. Во-вторых, нам нравятся субординированные выпуски **PromSvBk 15** и **PromSvBk 16** (YTM 9.24% @ 27.05.2015 и YTM 9.34% @ 08.07.2016). На рублевом рынке бумаги банка мы считаем справедливо оцененными.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48

МЕТАЛЛУРГИЯ

Норильский Никель (Baa2/BBB-/BBB-) продает собственные акции, чтобы купить... собственные акции; S&P планирует пересмотреть рейтинг компании; угроз кредитному качеству пока не видим; не исключаем размещения евробондов

Вчера Норникель сообщил о том, что продал около 8% собственных казначейских акций одному из крупнейших трейдеров нефтью и цветными металлами в мире – Trafigura. На рынке вчера этот пакет стоил порядка USD3.5 млрд.

Кроме того, вчера S&P выпустило пресс-релиз, в котором обосновывает свое решение пересмотреть рейтинг Норникеля с возможностью понижения из-за ставшей менее консервативной финансовой политики компании. Основной риск понижения рейтинга связан, безусловно, с возможной реализацией сделки по выкупу акций, принадлежащих UC Rusal (25.1%).

КОММЕНТАРИЙ

Новость о привлечении средств является позитивной для Норникеля в свете возможного выкупа собственных акций у Русала. В целом мы считаем, что сильные операционные показатели позволят компании поддержать кредитные метрики даже в случае существенных единоразовых затрат. Тем не менее, важно отметить, что позиция S&P наглядно показывает, что в случае реализации сделки рейтинги могут быть выведены из категории инвестиционных.

В нашем комментарии от 17.12.2010 мы отмечали, что Норникель может позволить себе потратить до USD15 млрд., если он планирует сохранить показатель «Долг/ЕБИТДА» на уровне не выше 2.0x. При этом мы учитывали наличие ликвидных средств на балансе компании в объеме USD4.5 млрд. В то же время отметим, что USD1.6 млрд. из этих средств приходится на ОГК-3, согласно МСФО отчетности последней. В связи с этим привлечение около USD3.5 млрд. выглядит особенно актуальным.

Продажа энергетической дочки, возможность которой уже не раз возникала, как вариант, в заявлениях Владимира Потанина, также является потенциальным источником средств для Норникеля. Так, озвучивались оценки имеющегося у Норникеля пакета от USD2 млрд. до USD3 млрд., мы считаем более вероятной середину интервала. Однако эти средства вряд ли при необходимости удастся привлечь в короткие сроки.

Всего с учетом сегодняшней новости мы пересматриваем нашу оценку показателя «Долг/ЕБИТДА» Норникель, если компания заплатит USD15 млрд. за 25.1% акций, принадлежащих Русалу. Мы оцениваем данное соотношение на уровне 1.6x, при этом занять компании необходимо будет USD7.6 млрд. Вероятно, что часть заимствований будет привлечена и в виде еврооблигаций.

Рублевый выпуск **Норникель БО-3** продолжает демонстрировать устойчивое безразличие к новостям вокруг судьбы пакета акций компании.

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



НЛМК (Ba1/BBB-/BB+): нейтральная отчетность за 3К 2010 еще раз подтвердила лучшие на фоне конкурентов показатели; бумаги справедливо оценены

Предоставленные вчера НЛМК результаты отчетности по US GAAP за 3К 2010 завершили сезон отчетности для представителей черной металлургии. На фоне общего сокращения цен на стальную продукцию в 3К 2010 EBITDA компании ожидаемо сократилась, как и у большинства представителей сектора. Впрочем, даже несмотря на это, НЛМК продемонстрировал самую высокую рентабельность в отрасли (30.5% по EBITDA), подтвердив тот факт, что его кредитное качество находится на безопасном уровне.

Из других важных моментов отметим, что в отчетном квартале НЛМК привлек USD287 млн. чистого долга, в то время как до этого по большей части сокращал объем заимствований. Благодаря тому, что операционный денежный поток оказался на максимальном с начала 2009 года уровне, компании удалось показать и положительный свободный денежный поток.

Менеджмент снизил свои оценки инвестиционных вложений на 2010 год – с USD1.8 млрд. до USD1.6 млрд., из которых за первые 9М уже вложено около USD1.0 млрд. По-видимому, в 4К 2010 НЛМК реализует запланированную инвестпрограмму и будет вынужден несколько, хотя и несущественно, нарастить долговую нагрузку.

На 2011 год компания имеет значительные планы: инвестпрограмма возрастет до USD2.2 млрд., кроме того, в 1П 2011 планируется выкупить 50% в СП с Dufenco – в 2006 году за соответствующий пакет НЛМК заплатил порядка USD0.8 млрд. Учитывая столь масштабные планы, мы считаем, что в следующем году компании вполне по силам повторно выйти на публичные рынки заимствований.

Сейчас рублевые выпуски НЛМК торгуются на довольно низких уровнях по доходности, близких к бумагам крупнейших нефтегазовых компаний, а потому мы не видим перспектив обгоняющего роста в них.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НЛМК

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10	3К/2К 10
Выручка	11.7	6.1	1.7	2.2	2.2	4%
ЕБИТДА	4.7	1.4	0.4	0.7	0.7	-9%
Чистая прибыль	2.3	0.1	0.1	0.5	0.5	15%
Чистый операционный денежный поток	2.8	1.4	0.1	0.3	0.6	61%
Капитальные вложения	(1.9)	(1.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	-2%
Инвестиционный денежный поток	0.8	0.3	(0.1)	(0.0)	0.2	687%
Совокупный долг в т.ч.	3.0	2.5	2.5	2.4	2.7	12%
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>1.1</i>	<i>0.6</i>	0.5	0.5	0.6	10%
Денежные средства и эквиваленты	2.2	1.2	1.2	1.0	0.8	-18%
Всего активы	14.1	12.5	13.0	12.9	13.9	8%
Показатели						
ЕБИТДА margin	40.1%	23.0%	22.8%	34.8%	30.5%	
ЕБИТДА/проценты (x)	22	8	50	567	46	
Долг/ЕБИТДА (x)	0.6	1.8	1.6	1.1	1.1	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.2	0.9	0.9	0.7	0.8	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Росдорбанк-1	1050	10.5	3 / 1	NA / 10.76
Глобэкс КБ-360	3000	8.1	3 / 2	NA / 8.26
Глобэкс КБ-560	2000	8.1	3 / 2	NA / 8.26
ГПБ-160	10000	7.75	3	7.9
КИТ Финанс Капитал-2	4000	11	4	11.3
Водоканал-Финанс-1	2000	8.8	5	NA / 7.48
Уралвагонзавод НПК-1	3000	9.25	7 / 2	NA / 9.46
Банк СПб-460	3000	8.5	3 / 2	NA / 8.68
Группа Разгуляй-960	2000	0	1 / 1	NA / 6.25
Камаз-160	2000	9	3 / 2	NA / 9.20

Налоговые выплаты

Дата	Налог
27 декабря	НДПИ и акцизы
28 декабря	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
21 дек 10	РМК-Финанс-3	3000	10.4	5 / 3
21 дек 10	МДМ Банк-260	5000	TBD	3
21 дек 10	Тверская Обл-34007	3000	TBD	5
22 дек 10	Казань-7	2000	8.75	4
22 дек 10	Крайинвестбанк-160	1500	TBD	3 / 2
23 дек 10	ЮТЭйр-Финанс-360	1500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
22 дек 10	ПромСвязьБанк-6	5 000	10.25	8.25	17 июн 13
23 дек 10	ТатФондБанк-7	1 000	13.75	8.75	22 дек 11
23 дек 10	Транскредитбанк-2	3 000	15	6.9	12 июн 12
24 дек 10	ДиПОС	2 000	8	6	21 июн 11
24 дек 10	Минплита Финанс	500	20	20	22 апр 11
27 дек 10	Риэл Лизинг	2 000	15	8.5	19 дек 14
28 дек 10	Стальфонд-Недвиж.	700	7	7	22 июн 11
30 дек 10	Ай Теко-1	630	12.5		
31 дек 10	АиФ-2	1 000	16	11.25	
31 дек 10	ИНК	3 000	16.7		
31 дек 10	МПБ	3 000	13.25		
10 янв 11	Макромир Финанс-2	1 500	7.75		
13 янв 11	Наука-Связь	400	15	12.5	29 дек 11
17 янв 11	М-Индустрия-2	1 500	14.25		
18 янв 11	Нижне-Ленское-3	1 000	14	14	18 мар 11
21 янв 11	Интерград	900	15	9.1	11 июл 12
21 янв 11	Синергия-3	2 500	10	10	24 фев 11

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

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров

Департамент кредитного анализа

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

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

Клиентские продажи

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

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 РФЗ
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 предполагает 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. 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.