

Ежедневный обзор долговых рынков от 5 октября 2010 г.

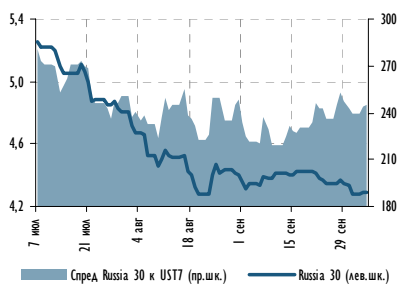


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, %
		День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,369	▼ -0,8%	-4,4%
USD/RUB	30,47	▲ 0,1%	1,4%
Корзина валют/RUB	35,52	▼ -0,2%	-1,2%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	542,4	▼ -45,1	-291,7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	602,2	▲ 82,8	161,9
MOSPRIME о/п	2,7	▼ 0,0	-1,7
3М-MOSPRIME	3,8	■ 0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	■ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,41	▼ 0,0	-0,7
UST-10	2,48	▼ 0,0	-1,4
Russia 30	4,29	▲ 0,0	-1,1
Russia 5Y CDS	159	▼ -0,4	-26,5
EMBI+	277	▲ 3	3
EMBI+ Russia	230	▲ 3	42
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	81,80	▼ -0,5%	6,6%
Золото, долл./унц.	1315,3	▼ -0,3%	19,9%
Фондовый рынок			
PTC	1 543	▲ 0,7%	6,8%
Dow Jones	10 751	▼ -0,7%	3,1%
Nikkei	9 368	▼ -0,1%	-11,2%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских евробондов.** Котировки российских корпоративных еврооблигаций в понедельник возобновили рост на волне сохраняющегося интереса инвесторов к долгам Emerging Markets и даже несмотря на слабость мировых фондовых рынков. Наиболее агрессивный спрос наблюдался в длинных бондах Газпрома, Лукойла и ТНК-ВР, которые подросли еще в среднем на 0,2–0,3 п. п.

Стоит отметить, что давление неизвестных продавцов в суверенных бумагах сохраняется. «Тридцатка» не удержалась на отметке 120% от номинала и весь день торговалась в районе 119,8125%, зато 5-летний CDS на Россию, похоже, наконец-то смог закрепиться ниже отметки 160 б. п. Российские суверенные бонды по-прежнему кажутся нам недооцененными относительно других EM, которые в последние дни показали заметно более сильный рост, чем Россия.

Сегодня в центре внимания первичный рынок, где идут размещения ВТБ, Евраза, и скоро начнется размещение Северстали (см. далее).

► **Рублевый сегмент долгового рынка.** Настрой на локальном долговом рынке также остается в целом оптимистичным, однако интерес покупателей на этот раз был более заметен во втором эшелоне. Рынок ОФЗ же, похоже, стабилизировался в ожидании дальнейших размещений Минфина.

Курс рубля вчера немного вырос по отношению к корзине (до 35,52), ситуация с ликвидностью остается благоприятной, так что в отсутствие неожиданных потрясений с мировых рынков основные события, похоже, будут происходить на первичном рынке.

Что касается средне- и долгосрочных перспектив, то мы по-прежнему очень внимательно отслеживаем инфляцию. В сентябрьских данных по инфляции (+0,8%) наиболее настораживает ускорение роста цен на непродовольственные товары (+0,6%). Мы полагаем, что в нынешней ситуации понижение ставки РЕПО ЦБ ради сужения спреда между инструментами предоставления и абсорбирования ликвидности, о котором иногда заходит речь на рынке, было бы в корне неверным сигналом со стороны ЦБ.

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- **Vimpelcom Ltd. и Weather Investments объявили о слиянии:** ждем нового предложения долга
- **МДМ Банк (В+/Ва2/ВВ)** публикует неплохую отчетность за 1П10 г. по МСФО и проводит встречу с аналитиками; фокус на качество активов
- **НАМК (ВВВ-/Ва1/ВВ+):** хорошие результаты за 2-ой кв. 2010 г. по МСФО, сильный кредитный профиль
- **Евраз (В/В1/ В+)** оптимизирует структуру долга: позитивно

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- **Итера.** По данным Ведомостей, ТНК-ВР (ВВВ-/Ваа2/ВВВ) может стать владельцем 50% Итеры. Аргумент в поддержку Итеры (УТР 8,08% @ 24.05.2011)
- **Белоруссия (В+/Ва2/ВВ).** Может разместить рублевый выпуск на 15 млрд руб. в октябре
- **Норильский никель (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-).** Ожидаемо сильные финансовые показатели за 1П10, долговая нагрузка снизилась
- **Межпромбанк: ЦБ отозвал лицензию**

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- **США: Индекс ICM Non-Manufacturing**



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Фондовые рынки в унынии, Emerging Debt в фаворе

Интересен тот факт, что в последние дни корреляция между рынками Emerging Debt и мировыми фондовыми индексами, похоже, снизилась. Вот уже несколько дней сохраняется спрос на долги Emerging markets на фоне весьма слабой динамики мировых фондовых индексов, которые вчера преимущественно падали на фоне пессимизма в отношении мировой экономики и слабой американской статистики (августовские заказы на товары длительного пользования упали на 0,5%). Кстати, вчера о привлекательности EM высказывался в интервью Bloomberg Билл Гросс из PIMCO, и в особенности он выделил... нет, не Россию, а Бразилию, где он отмечает реальные процентные ставки на уровне 8–9%. Видимо, сейчас схожей позиции относительно EM придерживается не только Билл Гросс.

Мир глобальной корреляции

Вчера в том же Bloomberg появилась интересная статья о том, что корреляция между 45 фондовыми индексами семейства MSCI All Country World Index с 1990 года выросла с 0,3% до более чем 0,8% в этом году.

Рост корреляции – один из главных уроков нынешнего кризиса. Урок в том, что корреляция исчезает тогда, когда она наиболее необходима, чем серьезно снижает выгоды международной диверсификации портфелей. Это нужно держать в голове строителям «безопасных гаваней», «мировых финансовых центров» и искателям relative value идей, потому что на фоне роста глобальной корреляции «бета» актива становится гораздо важнее его индивидуальных характеристик, какими бы привлекательными они ни были. Вероятно, это является одной из причин, почему российские долги, при их далеко не самом худшем относительном кредитном качестве, покупатели Emerging Debt выбирают в последнюю очередь.

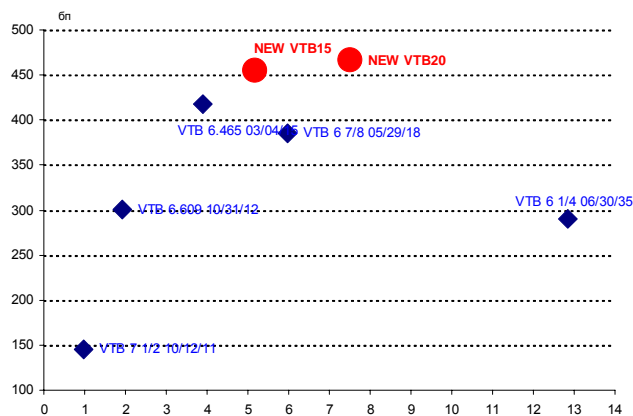
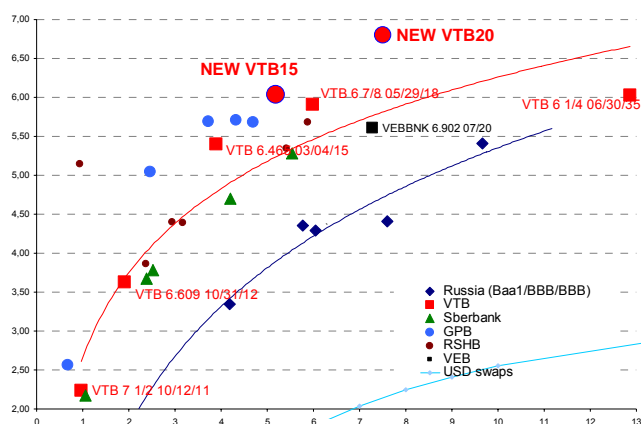
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Размещение ВТБ - стоит посмотреть

Вчера на новостных лентах появилось сообщение о том, что ВТБ размещает не один, а два транша долларовых евробондов с погашением в 2016 и 2020 годах. Официальных ориентиров пока мы не видели, но на рынке гуляет слух, что это будет 425 б. п. к свопам. Если имеются в виду 5–6- и 10-летние свопы, то это соответствует доходностям к погашению YTM 5,80-6,00% и YTM 6,80% по 6- и 10-летнему траншам соответственно.

Доходность (лев.) и z-спреды бондов ВТБ



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Если слухи по поводу ориентиров соответствуют действительности, то новые бумаги кажутся нам довольно привлекательными: особенно выпуск с погашением в 20-м году.

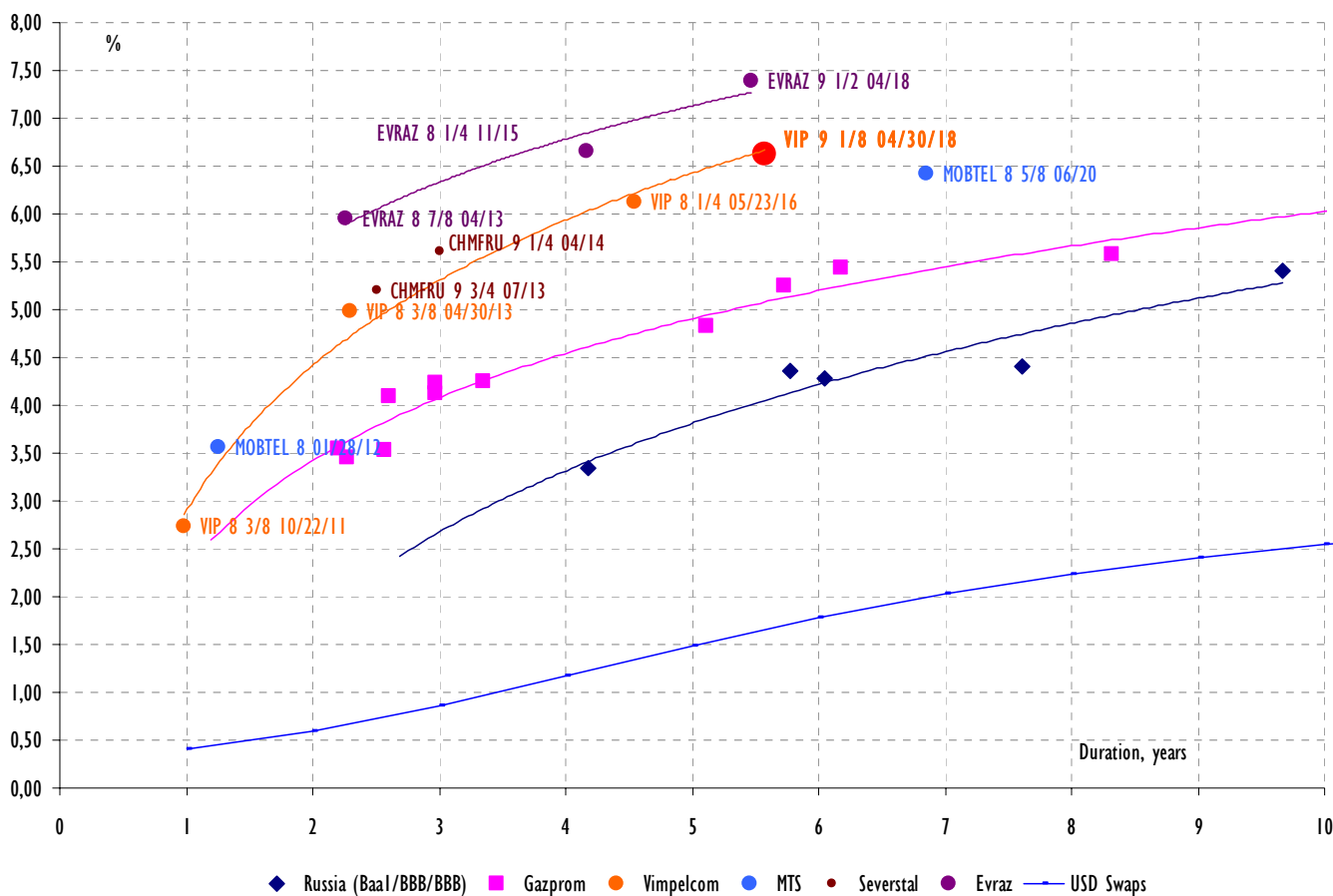
Первичка Евраза и Северстали – даешь жирные премии!

Одновременно вчера стало известно, что евробонды на 650 млн долл. собирается разместить канадская «дочка» Евраза. Срок – 7 лет, согласно сообщениям информагентств, по выпуску предусмотрен 4-летний колл.

На наш взгляд, спред нового выпуска Евраза, очищенный от стоимости «колла» (OAS), должен быть не меньше, чем аналогичные z-спреды по выпускам Evraz15 и Evraz18, то есть не менее 550–560 б. п. В то же время в нынешней ситуации нам в целом **не** нравятся бонды металлургического сектора. По нашему мнению, сейчас бонды Евраза и Северстали сейчас торгуются слишком близко к бондам Вымпелкома и МТС, которые, на наш взгляд, гораздо сильнее и менее цикличны, чем металлурги с кредитной точки зрения. По этой причине мы рекомендуем участвовать в грядущих размещениях Евраза и Северстали, только если будут предложены солидные премии.

Нам в целом нравится выпуск Vimpelcom 18, даже несмотря на вероятный дополнительный supply и понижение рейтингов (не исключено, что на 1 ступень) после вчерашних новостей (см. кредитные комментарии). На наш взгляд, эти два возможных события уже заложены в цены. Даже после понижения рейтингов Вымпелкома на ступень, они все равно будут в среднем на 2 ступени выше рейтингов Евраза (B2/B/B+), в то время как спред между Evraz18 и Vimpelcom18 сейчас составляет менее 80 б. п.

Диаграмма: второй эшелон российских евробондов



Источник: Bloomberg, Газпромбанк
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

**Банк Русский стандарт (В+/ВаЗ/В+) устанавливает справедливый купон по облигациям 8-й серии**

Вчера Банк Русский стандарт объявил о том, что ставка 8–10 купонов по облигациям серии 08 установлена на уровне 7,75% годовых (соответствует доходности УТМ 7,90% @ апрель 2012 г.). Изначальный объем эмиссии составлял 5,0 млрд руб., в настоящее время, по данным самого банка, в обращении находятся бумаги номиналом 2,1 млрд руб.

Мы находим данную ставку купона по облигациям Русского стандарта справедливой – бумаги будут предлагать премию в 35 б. п. к выпуску ХКФ Банк-7 (УТР 7,56% @ апрель 2012 г.) аналогичной дюрации, что мы находим адекватной премией за разницу в кредитных рисках эмитентов на горизонте 1,5 лет. Тем не менее, желающие смогут предъявить бумаги к оферте в период с 11 по 15 октября.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Vimpelcom Ltd.
S&P/Moody's/Fitch

- / - / -

Vimpelcom Ltd. и Weather Investments объявили о слиянии: ждем нового предложения долга

Новость: Vimpelcom Ltd. и Weather Investments S.p.A. египетского миллиардера Н. Савириса 4 октября подписали соглашение об объединении активов, результатом которого должно стать создание пятого по числу абонентов оператора мобильной связи в мире. Основная информация по сделке:

- ▶ **Структура сделки.** Vimpelcom получит акции Weather Investments (владеет 51,7% акций Orascom Telecom Holding S.A.E., ОТН и 100% акций Wind Telecomunicazioni S.p.A., Wind Italy) в обмен на дополнительный выпуск 325,6 млн обыкновенных акций и денежные средства в размере 1,8 млрд долл. Таким образом, экономическая доля Н. Савириса в увеличенном капитале Vimpelcom составит 20%, а доля голосующих акций – 18,5%. Экономическая доля Telenor в Vimpelcom после завершения сделки составит 31,7%, Altimo – 31,4%, миноритарных акционеров компании – 17% (доли голосующих акций составят 29,3% и 36,4% и 15,7% соответственно).
- ▶ **Из сделки будут исключены некоторые активы,** в частности – греческий Wind Hellas Telecommunications S.A., 34,7% акций египетского Egyptian Company for Mobile Services, 75,0% акций северокорейского Koryolink.
- ▶ **Сделка распространяется на алжирский актив ОТН Orascom Telecom Algeria (ОТА),** судьба которого остается неясной в связи с анонсированными алжирским правительством планами деприватизации. По нашим оценкам, на долю ОТА приходится 21% совокупной абонентской базы ОТН, 41% выручки и 21% EBITDA (с учетом показателей Wind – 16%, 14% и 21% соответственно). Ведомости передали со ссылкой на агентство Reuters заявление генерального директора Vimpelcom Ltd. А. Изосимова о том, что Н. Савирис не будет платить неустойку, если алжирские власти национализуют ОТА. При этом Изосимов считает национализацию «крайне маловероятной».
- ▶ **Оценка.** Общая стоимость приобретения контроля активов Weather Investments (за вычетом стоимости выделяемых активов) составила 6,6 млрд долл., что с учетом чистого долга в 14,1 млрд долл. подразумевает оценку на уровне 6,2x EV/EBITDA на 2010П г.
- ▶ **Синергия.** Менеджмент оценивает дополнительный синергетический потенциал от объединения Vimpelcom и Weather на уровне 2,5 млрд долл. NPV. Главным образом, синергии будут достигаться за счет операционных расходов в области закупок и капитальных затрат.
- ▶ **Финансирование.** Оплата денежными средствами в размере 1,8 млрд долл. будет финансироваться из текущего остатка денежных средств Vimpelcom, а также за счет новых долговых обязательств. Сделка затронет положения о смене контроля в существующих долговых обязательствах Weather Investments, что может потребовать рефинансирования некоторых из таких долговых инструментов.



Ожидается, что общий объем необходимого дополнительного финансирования с учетом получения разрешений по существующим долговым инструментам составит 2,0–2,5 млрд долл. По завершении сделки чистый долг компании составит порядка 24 млрд долл. Менеджмент оценивает показатель Долг/ЕБИТДА (12М) после закрытия сделки (на основе проформы по состоянию на 30 июня 2010 г.) на уровне 2,5х и ожидает, что в последующем этот показатель будет быстро снижаться.

- ▶ **Дивиденды.** Vimpelcom подтверждает выплату дивидендов акционерам на уровне не менее 50% объединенного свободного денежного потока от операций Киевстара и российских операций ОАО «Вымпелком»
- ▶ **Предполагаемый график.** Сделка требует одобрения со стороны советов директоров и акционеров обеих компаний. Предположительно, внеочередное общее собрание акционеров Vimpelcom по вопросу допэмиссии акций состоится до конца текущего года, получение регуляторных одобрений и завершение сделки ожидается в 1кв11. Выделение указанных активов из ОТН и Wind планируется завершить к 3кв11.
- ▶ **Дополнительные условия.** Обязательные условия закрытия сделки включают в себя получение разрешений со стороны регулирующих органов некоторых стран, а также подписание юридически обязательного соглашения акционеров Altimo, Telenor и Weather. В случае невыполнения любого обязательного условия, соглашение может быть расторгнуто.

Комментарий: Для долговых инвесторов, на наш взгляд, наиболее важными являются вопросы, связанные с финансированием сделки и потенциальными рисками роста долговой нагрузки эмитента публичных обязательств, российской дочки Vimpelcom Ltd. (ОАО «Вымпелком»).

Как следует из комментариев менеджмента в ходе конференц-звонка, привлечение 2–2,5 млрд долл. для оплаты денежной части сделки и покрытия расходов, связанных с рефинансированием долга Orascom Telecom (погашение кредитов, имеющих ковенанту о смене контроля), возможно как на уровне Vimpelcom Ltd., так и на уровне операционных компаний (ОАО «Вымпелком») с последующим перераспределением средств в пользу холдинговой компании. При этом в качестве основного инструмента менеджмент рассматривает публичные заимствования. Таким образом, существует вероятность увеличения предложения на рынке – либо уже знакомого риска ОАО «Вымпелком», либо Vimpelcom Ltd. Холдинговая компания пока не имеет кредитных рейтингов – в презентации к сделке упоминается о том, что их получение является «следующим шагом» в процессе привлечения финансирования транзакции.

Если средства будут привлекаться на уровне ОАО «Вымпелком», мы полагаем, это повлечет заметный рост леввериджа российской дочки и, как следствие, вызовет негативную реакцию рейтинговых агентств.

С позитивной точки зрения стоит отметить, что, по комментариям менеджмента, финансирование бизнеса Wind Italy, наиболее загруженной долгом приобретаемой компании (Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 4,1х), планируется осуществлять независимо, без отвлечения средств из других операционных дочек (ring-fenced financing).

В целом на данный момент мы не ожидаем существенной реакции на новость о сделке в торгуемых выпусках Вымпелкома. Потенциальные риски, связанные с увеличением долговой нагрузки российской компании, уже заложены в цену: спред евробонда Вымпелком-18 к МТС-20 составлял вчера около 20 б. п. В то же время в среднесрочной перспективе появление информации о новом предложении долга Вымпелкома на рынке может оказать дополнительное давление на цены.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92

Андрей Богданов
+7 (495) 980 41 43

Анна Курбатова
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
+7 495 913 78 85

МДМ Банк
S&P/Moody's/Fitch

B+/Ba2/BB

МДМ Банк публикует неплохую отчетность за 1П10 г. по МСФО и проводит встречу с аналитиками; фокус на качество активов

Комментарий: Вчера МДМ Банк представил консолидированные финансовые результаты деятельности за первые 6 месяцев 2010 года по МСФО. Руководство организации также провело встречу с аналитиками, посвященную основным направлениям и перспективам развития организации в обозримом будущем.

Мы находим отчетность МДМ Банка довольно позитивной и в целом соответствующей общерыночным тенденциям. Организация «распечатала» накопленный за кризис запас ликвидности, направив средства главным образом на рост корпоративного кредитования (+9,3% для портфеля gross за 1П10 г.) и погашение имеющихся долгов. При этом маржинальность деятельности неизбежно просела (в частности, чистый процентный спред опустился, по нашим подсчетам, до 4,8%, или -100 б. п. пг/пг), а формирование 1,1 млрд руб. чистой прибыли во многом стало следствием менее активного наращивания резервов (стоимость риска на уровне 3,1%).

Заявления руководства относительно будущего МДМ Банка мы находим более интересными:

- ▶ **Фокус на «качестве», а не «количестве».** До кризиса банки МДМ и УРСА активно кредитовали самые разные категории заемщиков, стремясь достигнуть заявленных ориентиров по наращиванию портфелей. Как следствие, объединенная организация до сих пор продолжает «страдать» от высокого уровня «плохих» кредитов в портфеле – 17,6% NPL (просрочка свыше 90 дней) и 13,1% реструктурированных кредитов на 30 июня 2010 г. Сейчас организация менее агрессивна в своих намерениях и считает первоочередной задачей повышения качества кредитов.

Стоит отметить, что МДМ Банку, по заявлениям руководства, удастся собирать 50% NPL, в то время как на реструктуризацию банк соглашается только в том случае, если уверен в способности заемщика обслуживать свои долги. Как следствие, покрытие NPL резервами на уровне 0,9х на 30 июня 2010 г. не должно, по мнению организации, вызывать беспокойства. С другой стороны, фокус организации на качестве и стремление выдавать продукты с меньшим уровнем риска неизбежно будет оказывать давление на маржинальность деятельности банка.

- ▶ **Приоритетное развитие розницы ... но не сейчас.** В среднесрочной перспективе МДМ Банк сохраняет планы по выравниванию операционных доходов между сегментами розничного и корпоративного кредитования. Тем не менее, сейчас МДМ Банк сохраняет аккуратный подход к кредитованию физлиц, на котором организация «обожглась» особенно сильно (доля NPL в портфеле – 24,5%). На более активное наращивание объемов розничного кредитования организацией можно рассчитывать лишь в 2011 – 2012 гг.
- ▶ **Привлечение заемного капитала будет тесно увязываться со стоящими бизнес-задачами.** В настоящее время доля заемного капитала в структуре фондирования МДМ Банка совсем не высока – на кредиты международных финансовых институтов, синдицированные кредиты, долговые инструменты и субординированные долги приходится лишь 19,3% обязательств. Организация находится в процессе переговоров относительно 2 сделок по оптовому фондированию, о которых планирует объявить в ближайшее время. Банк продолжает следить за ситуацией на долговых рынках и может выйти с размещениями новых инструментов, если решит приступить к более активной экспансии.

Обращающиеся еврооблигационные выпуски МДМ Банка коротки (дюрация не более 1 года) и не особо ликвидны. Из рублевых бумаг банка можно обратить внимание лишь на МДМ Банк-8 (УТР 8,62% @ июль 2013 г.), которые дают почти 100 б. п. премии к выпуску Росбанк БО-2 (УТМ 7,69% @ июль 2013 г.), в то время как более короткий МДМ Банк-7 (УТМ 7,63% @ июль 2012 г.) котируется с премией лишь 50 б. п. к бумаге Росбанк БО-1 (УТР 7,14% @ июль 2012 г.) аналогичной дюрации.



Основные финансовые показатели МДМ Банка по МСФО, млрд руб.

	2П09 г.	2009 г.*	1К10 г.	2К10 г.	1П10 г.
Чистые процентные доходы	13,0	21,1	5,4	4,9	10,3
Чистые комиссионные доходы	1,5	2,7	0,7	0,7	1,4
Операционная прибыль до резервов	16,8	25,7	7,5	5,6	13,1
Операционные расходы	(6,9)	(11,1)	(3,5)	(3,7)	(7,2)
Резервы	(4,3)	(15,8)	(3,7)	(0,6)	(4,3)
Чистая прибыль (убыток)	4,2	(1,4)	0,2	0,9	1,1
Денежные средства и эквиваленты		64,7	61,3		44,5
Средства в других банках		42,3	36,7		20,7
Ценные бумаги		22,8	34,5		26,0
Нетто кредитный портфель		236,7	218,1		239,6
Средства других банков		69,8	57,6		48,6
Средства корпоративных клиентов		103,0	104,8		100,1
Средства частных клиентов		91,6	99,8		109,5
Долговые обязательства		61,1	44,0		30,0
Субординированный долг		12,4	11,1		12,0
Собственный капитал		61,6	61,9		62,1
Совокупные активы		402,8	383,8		366,4
Ключевые коэффициенты					
Чистый процентный спред (NIS), %	5,8%	5,9%	4,9%	4,4%	4,8%
Стоимость риска, %	2,9%	6,5%	5,5%	0,4%	3,1%
Расходы/доходы, %	41,0%	43,1%	46,4%	65,6%	54,6%
NPL/Кредиты, %		17,4%	19,0%		17,6%
Реструктуризация/Кредиты, %		11,7%	11,1%		13,1%
Резервы/Кредиты, %		15,7%	16,7%		15,1%
Покрытие NPL резервами, х		0,90	0,88		0,86
Совокупная достаточность капитала по Базелю, %		21,3%	21,1%		20,7%
Денежные средства/Активы, %		16,1%	16,0%		12,1%

* значения коэффициентов за 2009 год искажены эффектом консолидации УРСА Банка с 30 июня 2009 года

Источник: данные банка, расчеты ГПБ

Юрий Тулинов

Yury.Tulinov@gazprombank.ru

+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

НАМК
S&P/Moody's/Fitch

BBB-/Ba1/BB+

НАМК: хорошие сильные результаты за 2-й кв. 2010 г. по МСФО, сильный кредитный профиль

Новость: Вчера НАМК представила довольно сильные результаты по МСФО за 2-й квартал 2010 г., превзошедшие ожидания рынка. Выручка во втором квартале выросла на треть по сравнению с уровнем 1-го кв. 2010 г. на фоне удвоения EBITDA (кв/кв) и роста рентабельности до «докризисных» уровней 2008 года – 36%. Учитывая по-прежнему минимальный по отраслевым меркам левэридж, кредитный профиль НАМК остается наиболее сильным среди компаний отрасли, что, на наш взгляд, справедливо отражается в текущих уровнях доходности по торгуемым облигациям компании, предполагающих премию около 20–30 б. п. к доходности нефтяных компаний с инвестиционным рейтингом.

Комментарий:

Рост продаж и рентабельности на фоне позитивной ценовой конъюнктуры во втором квартале. Впечатляющие результаты НАМК были обусловлены ростом продаж (на 5% кв/кв) на фоне благоприятной конъюнктуры цен на сталь во 2-м кв. 2010 г. и оптимизации продуктовой линейки – опережающего роста продаж продуктов с высокой добавленной стоимостью (оцинкованная сталь, сталь с полимерным покрытием, трансформаторная и динамная сталь). При этом средний рост цен (+21% кв/кв) был опережающим по сравнению с

динамикой затрат, что позволило увеличить валовую рентабельность: себестоимость производства тонны слябов выросла на 14% кв/кв. Кроме того, мы отмечаем хороший уровень контроля над общими, административными и коммерческими затратами, доля которых в выручке снизилась с 13% в 1-м кв. 2010 г. до 11% во 2-м кв. 2010 г.

В итоге, рентабельность EBITDA во втором квартале составила 36%: последний раз с такой нормой прибыли НЛМК работала в «докризисном» 2008 году.

Ожидания на 3-й квартал: вслед за общей конъюнктурой. Прогноз НЛМК на 3-й квартал остается умеренно позитивным: объем продаж в 3-м кв. 2010 г. будет оставаться практически на уровне 2-го кв. 2010 г. Однако слабая динамика цен на сталь в июне – июле скажется на отчетности: выручка в 3-м кв. 2010 г. окажется немного слабее 2-го квартала. В итоге, рентабельность EBITDA, по ожиданиям компании, скорректируется, однако останется на довольно высоком уровне в 30%.

Денежные потоки под давлением реализации инвестиционной программы. Чистый денежный поток НЛМК в первом полугодии был отрицательным (-164 млн долл.) на фоне реализации капитальных вложений в объеме 612 млн долл. В то же время наличие существенного запаса ликвидности позволило компании профинансировать инвестиционную программу и, одновременно, несколько сократить долг (на 7% кв/кв). Во втором полугодии НЛМК планирует практически удвоить масштабы инвестиционной программы: план на год составляет 1,8 млрд долл. Мы не исключаем, что инвестиционные потребности компании будут покрываться за счет заемных средств – что, впрочем, не вызывает особых опасений, учитывая минимальный по отраслевым меркам уровень кредитного плеча (0,7x в терминах Чистый Долг/EBITDA).

НЛМК: финансовые результаты за 2-й квартал 2010 г., млн долл.

	2007	2008 г.	2009 г.	I кв. 2010 г.	г/г	2-й кв. 2010 г.	кв/кв	I-й кв. 2010
Выручка	7 719	11 699	6 140	3 853	49%	2 156	27%	1 697
EBITDA	3 444	4 538	1 444	1 161	169%	774	100%	386
Рентабельность EBITDA, %	45%	39%	24%	30%	13 п.п.	36%	13 п.п.	23%
Операционный денежный поток	2 524	2 781	1 394	449	-52%	346	237%	103
Капитальные вложения	-958	-1 934	-1 121	-612	48%	-378	61%	-234
Свободный денежный поток до финансирования	1 566	330	39	-164	-159%	-32	-76%	-132
Всего активов	13 076	14 065	12 502	12 863	4%	12 863	-1%	13 029
Собственный капитал	9 098	8 723	8 610	8 796	11%	8 796	-1%	8 915
Совокупный долг, в том числе	1 610	3 010	2 495	2 367	-15%	2 367	-7%	2 536
Доля краткосрочного долга, %	95%	36%	22%	23%	-18 п.п.	23%	1 п.п.	21%
Денежные средства и эквиваленты	1 155	2 160	1 247	953	-40%	953	-18%	1 157
Показатели								
Долг/Капитал, x	0,2	0,3	0,3	0,3	-	0,3	-	0,3
EBITDA/Чистые процентные расходы, x	отр.	39	13	отр.	-	отр.	-	отр.
Чистый долг/EBITDA, x	0,1	0,2	0,9	0,7	-	0,7	-	0,8
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, x	1	9	63	отр.	-	отр.	-	отр.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92

Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06

Евраз
S&P/Moody's/Fitch

B/B1/B+

Евраз оптимизирует структуру долга: позитивно

Новость: По информации Bloomberg, Евраз начал синдикацию пятилетнего предэкспортного кредита на 840 млн долл. под ставку LIBOR+280 б. п. Средства предполагается направить на рефинансирование выплат по синдицированному кредиту на 3,2 млрд долл., полученному в ноябре 2007 года (первый транш объемом 500 млн долл. гасится в декабре 2010 г., оставшаяся часть – в конце 2012 г.), ставка по которому сейчас составляет LIBOR+380 б. п.

Кроме того, вчера появилась информация о том, что на этой неделе входящие в состав Холдинга Евраз североамериканские подразделения, Evraz Inc. NA и Evraz Inc. NA Canada, начнут роуд-шоу евробондов на 650 млн долл. Срок обращения бумаг составит 7 лет, с возможностью колл-опциона через 4 года. Средства от размещения будут направлены на рефинансирование существующего внутригруппового долга перед материнской компанией, Evraz S.A.

Комментарий: В целом обе сделки, очевидно, имеют своей целью оптимизацию текущего кредитного портфеля Евраз с точки зрения сроков и (по крайней мере, в случае синдицированного кредита) стоимости. По состоянию на конец 1П10 г. короткий долг Евраз составлял порядка 1,74 млрд долл., погашения во 2П10 – 2011 – около 2,1 млрд долл. Стоит отметить, что базовая ставка по привлекаемому кредиту (премия 280 б. п. над LIBOR) Евраз ниже, чем по объявленному в начале сентября предэкспортному кредиту СУЭКа (рейтинг от Moody's такой же, как у Евраз) на аналогичный срок – 325 б. п.

Что касается размещаемых евробондов североамериканских дочек, нам пока не удалось ознакомиться с детальными условиями выпуска. Накануне Moody's и S&P присвоили Evraz Inc. NA и Evraz Inc. NA Canada рейтинги на уровне B2 и B, предполагаемому выпуску евробондов – B1 и B соответственно. Отметим, что S&P оценил кредитоспособность североамериканского дивизиона бизнеса Евраз на одном уровне с бизнесом всего Холдинга. В качестве одного из факторов поддержки кредитного профиля Moody's указывает на статус североамериканского подразделения (агентство рассматривает Evraz Inc. NA и Evraz Inc. NA Canada как единую компанию) «существенной дочерней компании» Evraz Group S.A., дефолт которой вызовет кросс-дефолт по торгуемым евробондам Евраз. Кроме того, агентство в пресс-релизе упоминает о том, что выпуск предполагает гарантию со стороны эмитентов – Evraz Inc. NA и Evraz Inc. NA Canada. Мы приведем нашу оценку привлекательности выпуска после появления более подробной информации по предполагаемым условиям/ковенантам по бумаге, а также текущем финансовом профиле североамериканского бизнеса как независимого заемщика.

В целом мы позитивно оцениваем намерения компании воспользоваться крайне благоприятной конъюнктурой на рынках для оптимизации кредитного портфеля. Мы еще раз обращаем внимание инвесторов на рублевые бонды Евраз, которые по-прежнему выглядят дешево относительно других металлургических выпусков.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
06.10.2010	Аукцион по размещению ОФЗ 25073	35 000
	Аукцион по размещению Технопромпроект, 1	1 200
07.10.2010	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца	
11.10.2010	Оферта ЕЭСК, 2	1 000
12.10.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца	
	Беззалоговый аукцион ЦБ на 5 недель	
	Оферта ХКФ Банк, 4	3 000
	Закрытие книги заявок по размещению ТГК-5, 1	5 000
	Аукцион по размещению СБ-Банк, 4	1 500
	Аукцион по размещению СБ-Банк, 4	1 500
13.10.2010	Размещение ОФЗ 25075	15 000
	Размещение ОФЗ 25072	15 000
	Погашение Ханты-Мансийск СтройРесурс, 1	3 000
14.10.2010	Закрытие книги заявок по размещению ВБД ПП БО-1, БО-2, БО-3, БО-8	14 000
	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца	
	Погашение ЕДИНАЯ ЕВРОПА, 1	1 200
	Погашение Республика Коми, 24006	700
	Оферта Инвестторгбанк, 4	1 500
	Оферта Элис, 1	500
	Оферта Элис, 1	500
15.10.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Уплата налога на доходы физлиц	
	Погашение АИЖК, 3	2 250
	Оферта Банк Ренессанс Капитал, 2	3 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	Мечел: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	НорНикель: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	НорНикель: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
05.10.2010	Аэрофлот: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
05.10.2010	Мечел: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
10.10.2010*	Газпром: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
24.10.2010*	ТНК-ВР Intl: пресс-релиз об основных показателях финансовой отчетности	3-й кв. 2010 г.
конец октября	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
12.11.2010	НОВАТЭК: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
28.11.2010*	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
середина ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Демкин, CFA
+7 (495) 980 43 10**Яков Яковлев**
+7 (495) 988 24 92**Юрий Тулинов**
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17**Павел Пикулев**
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44**Анна Курбатова**
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82**Себастьян де Принсак****Роберто Пеццименти**

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.