

Сальдо платежного баланса РФ по счету текущих операций во втором квартале 2005 года сложилось положительным и составило \$22.5 млрд. По итогам первой половины 2005 года положительное сальдо счета текущих операций составило \$44.7 млрд.

Чистая прибыль ТМК по IFRS в первом полугодии 2005 года выросла до 3.195 млрд руб с 168.688 млн руб, полученных годом ранее. Выручка за январь-июнь текущего года увеличилась до 36.388 млрд руб с 24.644 млрд, показатель EBITDA за отчетный период вырос до 6.66 млрд руб с 2.722 млрд руб, показатель EBITDA margin вырос с 11% до 18.3%. Выручка в 2004 году выросла с 39.86 млрд руб до 53.62 млрд руб, чистая прибыль составила 664.5 млн руб против убытка в 696.4 млн руб в 2003 году. Показатель EBITDA в 2004 году вырос до 6.45 млрд руб с 1.95 млрд руб, показатель EBITDA margin вырос с 4.9% до 12%.

Выручка НК Сибнефть за январь-июнь 2005 года по стандартам US GAAP выросла до \$5.73 млрд с \$4.01 млрд за аналогичный период прошлого года. Показатель EBITDA вырос до \$1.94 млрд с \$1.5 млрд, чистая прибыль - до \$1.42 млрд с \$0.99 млрд.

По оценкам ФГУП Производственное объединение Уралвагонзавод имени Дзержинского, ставка купона на первые 2 года обращения второго выпуска Уралвагонзавод-Финанса составит на конкурсе 5 октября от 9.0 до 9.5% годовых.

По оценкам Европейской подшипниковой корпорации (ЕПК), ставка купона на первый год обращения первого выпуска облигаций ЕПК составит на конкурсе 6 октября от 9.0 до 9.3% годовых.

Fitch присвоило нотам участия в кредите (LPN) Промсвязьбанку окончательный рейтинг "B". Ноты на сумму \$200 миллионов с погашением в 2010 году были выпущены компанией Promsvyaz Finance PLC под доходность 8.5% годовых.

Fitch присвоило объединенному банку УралСиб долгосрочный рейтинг "B", краткосрочный "B", индивидуальный "D" и рейтинг поддержки "4". Прогноз изменения долгосрочного рейтинга - "стабильный". УралСиб был создан на основе объединившихся банков УралСиб, ИБГ Никойл, Автобанк-Никойл, Брянский народный банк и Кузбассугольбанк.

Московский арбитражный суд признал незаконным решение инспекции Федеральной налоговой службы N1 по крупнейшим налогоплательщикам о взыскании с ТНК-ВР порядка 4 млрд руб налогового долга за 2001 год. Налоговые органы предъявили ТНК-ВР претензии за 2001 год на общую сумму около 30 млрд руб, однако затем в результате рассмотрения возражений компании, часть претензий налоговиков была снижена до 7 млрд руб, которые компания добровольно заплатила, а еще 4 млрд руб требований оспорила в суде. Ранее сообщалось, что налоговики сократили претензии к дочерним компаниям ТНК-ВР до \$6.4 млн с \$280 млн.

Банк России включил в ломбардный список облигации банка "Русский стандарт" и Россельхозбанка. Операции с облигациями "Русского стандарта" и Россельхозбанка начнут проводиться после допуска к обращению облигаций в секции госбумаг ММВБ.

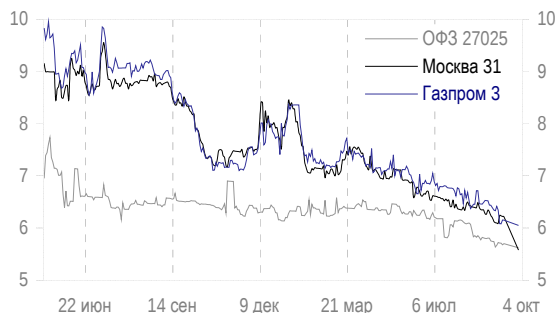
Рублёвые облигации

[Продолжение на стр 2.](#)

Валютные Облигации

[Продолжение на стр 3.](#)

Доходности индикативных облигаций, %



На фоне небольшого роста доходности длинных выпусков госбумаг (порядка 1-2 б.п.) рост котировок облигаций Москвы на 0.2-0.7% привел к сужению спреда в доходности между эшелонами до 8-9 б.п. В корпоративном первом эшелоне активность инвесторов остается относительно низкой, основной спрос инвесторов сосредоточен в облигациях ФСК-2, котировки которых вчера практически не изменились.

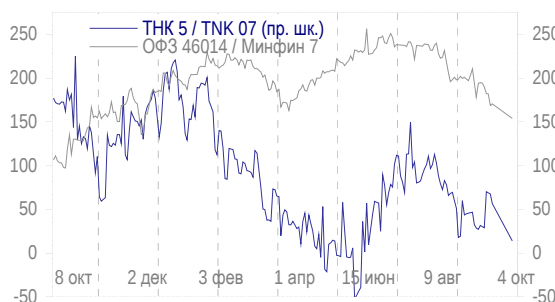
Во втором эшелоне единой торговой тенденции не сложилось – котировки показали разнонаправленное изменение в пределах 0.3%. Среди лидеров роста остаются облигации Санос-2 и трубные компании.

Вчера ТМК обнародовало достаточно хорошие финансовые результаты (см. новости), что, может стать катализатором опережающего снижения доходности по первому выпуску. Если посмотреть на кривую доходности трубных/металлургических компаний, то положение на ней ТМК-2, ОМК, ЧТПЗ выглядит достаточно адекватным (хотя сам по себе спред к телекомам и первому эшелону вызывает определенные вопросы). В свою очередь, облигации ТМК-1 (дюрация которых короче дюрации ТМК-2 0.97 лет против 1.4 лет), торгуются не только с небольшой премией к ТМК-2 (по текущим котировкам на покупку доходность обоих выпусков порядка 8% годовых), но и на уровне бумаг с худшим кредитным качеством.

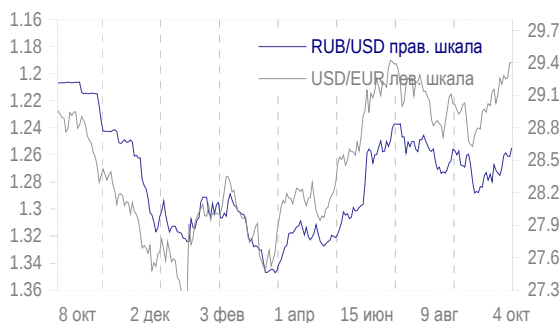
Сегодня на первичном рынке наиболее показательным станет аукцион по размещению облигаций Уралвагон-Финанс-2. Эмитент достаточно агрессивно позиционирует выпуск (см новости) относительно текущей доходности первого выпуска (даже с учетом её вчерашнего снижения до 9.5% годовых с средних значений 9.7-9.9% годовых при дюрации около 1 года). Тем не менее, мы не исключаем того, что доходность на аукционе сложится в озвученных организаторами рамках. Результаты последних аукционов пока говорят о том, что сейчас первичный рынок – это рынок эмитентов, а длинные и среднесрочные выпуски второго эшелона пользуются ажиотажным спросом.

Основной драйвер роста – избыточный уровень рублевой ликвидности, который сейчас уравнивает практически все остальные факторы. Объем рублевой ликвидности (корсчета + депозиты в ЦБ + сальдо операций ЦБ по привлечению ликвидности) остается на рекордных уровнях в 530-540 млрд руб. Такой высокий уровень избыточной рублевой ликвидности вместе с отсутствием значимых и масштабных аукционов на первичном рынке не оставляет вторичному рынку рублевого долга никаких шансов на сколько-нибудь значимую коррекцию в краткосрочной перспективе.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



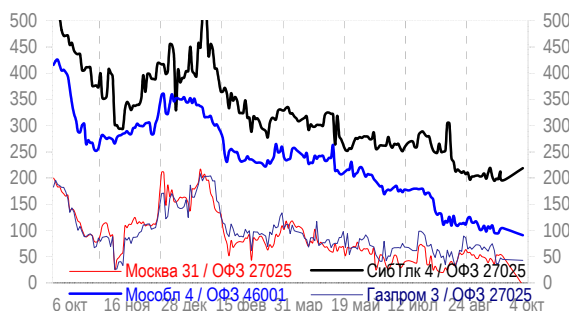
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



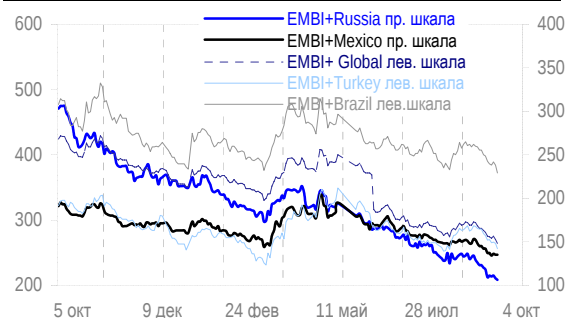
Спреды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



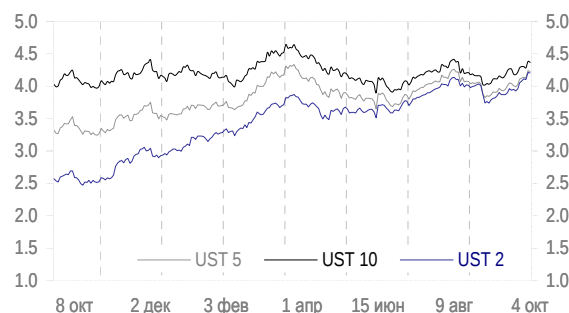
ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Инвесторы продолжают увеличивать дюрацию портфелей даже в условиях роста курса доллара и несколько выросших ставок на денежном рынке. Очередное возможное увеличение госрасходов вместе с рекордными ценами на нефть позволяют прогнозировать если не увеличение уровня избыточной рублевой ликвидности в среднесрочной перспективе, то сохранения его на высоком текущем высоком уровне. В силу этого мы не ожидаем сколько-нибудь существенной коррекции на рынке даже при условии активизации первичного рынка. Вероятней всего, рынок продолжит свой «вынужденный» рост.

Спрэды EMBI+, б.п.



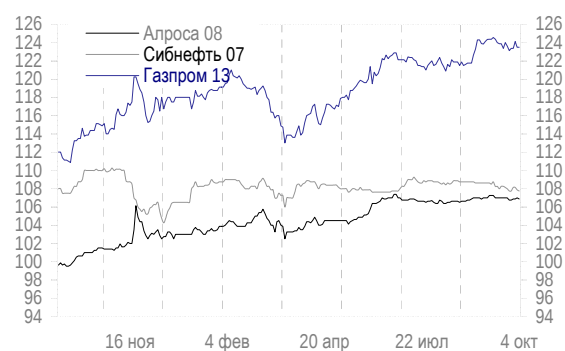
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



Спрэды дох-сти корп. еврооблигаций, б.п.



Доходность US Trys вчера все-таки несколько снизилась с многомесячного максимума, т.к. инвесторы посчитали, что достигнутые уровни доходности уже привлекательны для покупки. Так, доходность 10Y UST вчера в первой половине дня достигала верхней границы полугодового коридора – 4.40% годовых. Тем не менее, к концу дня доходность упала до 4.35-4.36% годовых, несмотря на последние заявления представителей ФРС США.

Так, в последние дни высказались несколько представителей ФРС США на тему процентных ставок и инфляции. В частности, глава ФРС Филадельфии сказал, что ФРС США продолжит повышение процентных ставок для сдерживания инфляции в условиях роста экономики и роста цен на энергоносители. Аналогичное высказывание сделал глава ФРС Далласа, сказав, что инфляция сейчас находится у верхней границы допустимого значения инфляции.

Вслед за вечерним ростом цен US Trys еврооблигации РФ так же поднялись в цене, одновременно сузив спред к US Trys. Россия-30 подросла до 114.500-114.625, а спред сузился до 92-95 б.п. – нового исторического минимума.

Корпоративные еврооблигации начали консолидироваться и ценовые движения не превысили ¼ п.п. Отметим спрос на евробонды Газпрома, которые подорожали вслед за суверенными бумагами. Кроме того, продолжили рост евробонды Вымпелкома.

В конце этой недели выйдут важные данные по рынку труда США – Payrolls. С учетом того, что эта статистика постоянно преподносит сюрпризы и выходит заметно отличной от ожиданий, мы не советуем инвесторам до пятницы (день публикации статистики по payrolls) входить в рынок (как с покупкой, так и с продажей).

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем покупать еврооблигации Алроса-14, которые остаются существенно недооцененными относительно Газпром-13. С учетом усиления госконтроля в компании Алроса спред Алроса-14 к Газпром-13 может сузиться минимум на 50 б.п. в ближайшие месяцы, поэтому мы рекомендуем Алроса-14 к покупке. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Евробонды ALROSA 2014» от 28 июня 2005 г.

Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спреды к 1Y Libor находятся в диапазоне 500-900 б.п. Данный актив выглядит крайне привлекательным в условиях потенциально агрессивного роста краткосрочных ставок в США, а крайне высокие спреды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

Адрес 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.
Инвестиционный департамент МДМ-Банка <http://invest.mdmbank.ru/>
Телефон / Факс (+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250

Reuters MDMB
Bloomberg MDMG

**Заместитель Председателя Правления
Инвестиционный блок**

Алексей Панферов

Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами	Начальник управления		
	Игорь Суханов	(+7 095) 795 25 21	sukhanov@mdmbank.com
	Отдел продаж долговых инструментов		bond_sales@mdmbank.com
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	leremina@mdmbank.com
	Дмитрий Омельченко	(+7 095) 363 55 84	omelchenko2@mdmbank.com
	Наталья Ермолицкая	(+7 095) 960 22 56	ermolitskaya@mdmbank.com
	Отдел торговли долговыми инструментами		Reuters Code: MDMB
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	nikonov@mdmbank.com
	Александр Зубков	(+7 095) 795 25 21	alexZ@mdmbank.com
	Евгений Лысенко	(+7 095) 795 25 21	lysenko@mdmbank.com
Отдел РЕПО			
	Алексей Базаров	(+7 095) 795 25 21	bazarov@mdmbank.com
	Наталья Храброва	(+7 095) 795 25 21	hrabrova@mdmbank.com
Отдел кредитных исследований	Николай Богатый	(+7 095) 795 25 21	Nikolay.Bogaty@mdmbank.com
Анализ рынка облигаций	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	arakelyan@mdmbank.com
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	gusevD@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.