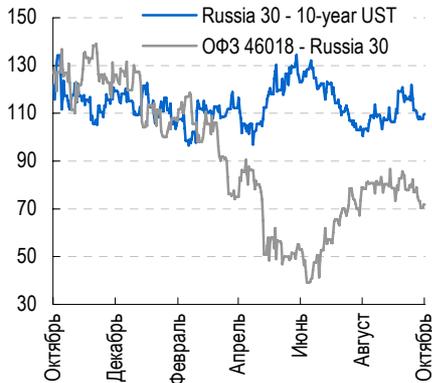
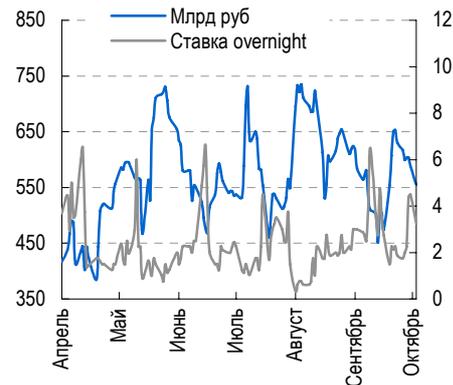


вторник, 17 октября 2006 г.

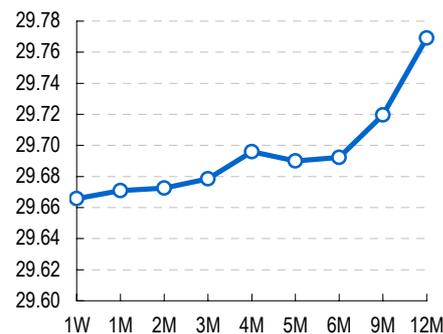
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро



Календарь событий

Октябрь	Рoad-шоу ЕПК, КЗОС, Дон-Строй
Октябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Газпром, Zenit
17 октября	Результаты Черкизово за 1П 06 г.
17 октября	Размещение рубл. обл. РУБИН
18 октября	Размещение ОФЗ 25059
18 октября	Размещение рубл. обл. ХКФБ
19 октября	Размещение рубл. обл. Единая Европа
23 октября	Размещение рубл. обл. ПФПГ
25 октября	Размещение рубл. обл. Белгор. Обл.

Рынок еврооблигаций

- В еврооблигациях затишье перед публикацией PPI и CPI. JP Morgan и Goldman Sachs разошлись во взглядах на FED RATE
- Размещенные выпуски Промсвязьбанка интересны в связи с вероятным ростом участия иностранцев в капитале банка (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- В рублевых облигациях низкая активность. Несмотря на рост overnight, желающих продавать было немного. В отсутствие идей участники рынка ждут завтрашнего аукциона по ОФЗ 25059 с оглядкой на возможные движения в еврооблигациях (стр.2)

Новости и идеи

- Кредитный комментарий:** Инвесткомпания Рубин. На наш взгляд, от девелоперов компанию выгодно отличает наличие крупного пакета недвижимости в собственности
- Вкратце:** Правительство пообещало вывести парфюмерную продукцию из-под действия закона «О госрегулировании оборота спиртосодержащей продукции». На наш взгляд, это умеренно-позитивная новость для участников рынка парфюмерии, столкнувшихся с проблемами при поставках продукции.
- Вкратце:** S&P оставило неизменным рейтинг Пятерочки после объявления сделки по покупке сети Меркадо. Насколько мы поняли из беседы с аналитиком S&P, рейтинг Пятерочки не будет снижен по меньшей мере до публикации фин. результатов за 2006 г. Тогда станет более понятно, насколько серьезно компания намерена придерживаться ограничений по долговой нагрузке, обозначенных S&P.
- Вкратце:** ФНС опубликовала на своем сайте судебную практику по налоговым разбирательствам с компаниями группы Разгуляй. На наш взгляд, это не увеличивает риски появления налоговых претензий к компании, а лишь демонстрирует, что налоговая инспекция давно взаимодействует с Разгуляем.
- Вкратце:** Санкт-Петербург до 1 января 2007 г. подпишет с РАО ЕЭС доп.соглашение по источникам финансирования программы развития электроэнергетики города до 2010 г. В документе будет оговорено, насколько будут повышены тарифы, какой долей город войдет в уставный капитал Ленэнерго и проч. Об этом сообщила в понедельник губернатор Санкт-Петербурга. Несмотря на слабые результаты Ленэнерго в 1-м полугодии и большие потребности в инвестициях, мы считаем, что компания обладает сильным кредитным профилем за счет вероятной поддержки в первую очередь со стороны контролирующего акционера и администрации Петербурга.
- Вкратце:** Суд отложил на 20 ноября рассмотрение иска ЮТК о недействительности налоговых претензий.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.78	-0.02	-0.01	+0.39
EMBI+ Spread, бп	186	-2	-5	-59
EMBI+ Russia Spread, бп	107	+1	+3	-11
Russia 30 Yield, %	5.87	0	+0.02	+0.33
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	+0.01	-0.05	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	380.1	+47.7	+37.3	-110.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	176.1	-46.4	-65.6	+61.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	66.7	-	-	-
Overnight RUR, %	4.5	+0.13	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	-0.02	+0.01	-1.19
Нефть (брент), USD/барр.	61.7	+2.1	-1.7	+3.6
Индекс РТС	1612	+2	+61	+490

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Активность на рынке US Treasuries вчера была минимальной – инвесторы, по всей видимости ждут данных по инфляции, публикуемых сегодня и завтра. За прошедшую неделю котировки UST снизились достаточно сильно, поэтому вчера они чуть чуть скорректировались вверх, а доходности выросли на пару базисных пунктов.

Любопытно, что два крупных международных инвестиционных банка – JP Morgan и Goldman Sachs – выпустили вчера противоречащие друг другу прогнозы относительно дальнейшего изменения FED RATE. В Goldman Sachs ожидают снижения резервной ставки в течение 2007 до 4.0%. В JP Morgan, напротив, ждут повышения до 6.0%.

Индекс EMBI+ вчера сузился на 26п до 1866п. Котировки выпуска Russia 30 вчера практически не изменились, он закрылся на уровне 111 1/16, сократив спрэд к UST на 16п до 1096п.

В корпоративном секторе российских еврооблигаций также наблюдалось затишье. Спрос был в выпусках СУЭК-01, Русский Стандарт-11, Мегафон-09.

Вчера было объявлено о завершении размещения еврооблигаций Промсвязьбанка. Купон по старшему 5-летнему займу (senior) объемом USD125 млн. был установлен на уровне 8.75%, по субординированному займу (чуть более 5 лет) объемом USD200 млн. – на уровне 9.625%. Последний чуть ниже, чем купон по 10пс5 НОМОС-БАНКА (9.75%), имеющего похожие рейтинги. Мы тоже считаем выпуски Промсвязьбанка более привлекательными, и видим в них потенциал сужения спрэдов в связи с вероятным ростом участия иностранного банка в капитале Промсвязьбанка (в конце августа Commerzbank купил 12% акций Промсвязьбанка). Ориентированный на работу с крупными корпоративными клиентами НОМОС-БАНК, на наш взгляд, гораздо менее привлекателен как потенциальный объект поглощения иностранцами. Оба выпуска Промсвязьбанка встали чуть выше номинала сразу после размещения (100 1/8-100 3/8).

Сегодня рынок будет ждать выхода PPI. До этого активность, вероятно, будет низкой, а колебания котировок – незначительными. На первичном рынке заканчивается размещение CLN ЕПК (9.75% area), продолжается роад-шоу еврооблигаций Казаньоргсинтеза (индикации по доходности пока не было).

Рынок рублевых облигаций

Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Вчерашний день на рынке прошел очень спокойно, на невысокой активности. Несмотря на некоторое ухудшение ситуации с ликвидностью (overnight вчера поднимался до 5.0-5.5%), продавцов было немного, и все они находили желающих купить. Объем торгов ОФЗ вчера был минимальным, а котировки большинства выпусков остались на месте.

Курс рубля к корзине по-прежнему находится выше беда ЦБ (29.66), правда, вчера приблизился к нему на 2 копейки. Обращаем внимание, что это незначительное укрепление рубля к корзине произошло без участия ЦБ. Похоже, что в ближайшие дни ЦБ все же вынужден будет вмешаться в торги и приобрести валюту. Сумма остатков на корсчетах сегодня почти не изменилась по сравнению со вчерашним днем.

Участники рынка, по всей видимости, предпочтут дождаться завтрашнего аукциона по доразмещению ОФЗ 25059 (11 млрд.), который послужит хорошим индикатором состояния рыночной конъюнктуры и настроений участников рынка. До этого рост активности маловероятен. Динамика еврооблигаций после выхода данных по инфляции в США также будет иметь важное значение.

Инвесткомпания Рубин: кредитный комментарий

Аналитики: *Денис Воднев, Михаил Галкин, e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com*

Сегодня состоится размещение облигационного займа ООО «Инвесткомпания «Рубин»» объемом 1.2 млрд. рублей сроком на 3 года с годовой офертой. Поручителем выступает ОАО «МТЗ «Рубин».

ООО «Инвесткомпания «Рубин»» входит в состав группы компаний МТЗ «Рубин» (далее «Рубин»), специализирующаяся на строительстве коммерческой и жилой недвижимости в Москве. На сегодняшний день «Рубин» осуществляет девять проектов торгово-развлекательных и офисных центров, которые находятся на разных стадиях реализации.

Основным активом группы является торговый комплекс «Горбушкин двор», представляющий собой крупный комплекс по продаже бытовой техники (бывшее здание завода «Рубин»). Помимо этого, группа управляет офисным комплексом «Деловой центр «Рубин»» (класса «В») и сдает в аренду складские помещения. Общая площадь недвижимости, находящейся в собственности, составляет порядка 148 тыс. кв. м., которая по оценкам самой компании, обладает рыночной стоимостью в US\$400 млн.

Структура группы «Рубин» характеризуется низким уровнем финансовой прозрачности. В информационном меморандуме компания не предоставила консолидированную отчетность и не раскрыла данных о конечных бенефициарах (упоминается лишь, что ими являются физические лица и менеджмент компании).

ОАО «МТЗ «Рубин»» является холдинговой компанией, на балансе которой отражается вся действующая и строящаяся недвижимость, торговый комплекс и паркинг. Правда, балансовая стоимость этого имущества не превышает US\$50 млн.

Ключевые финансовые показатели ОАО «МТЗ Рубин»

Млн. руб.	6 мес. 2006 г.
Выручка	670
ЕБИТДА	288
Чистая прибыль	130
Финансовый долг	1613
Чистый долг	1525
Собственный капитал	635
Активы	4316
Ключевые показатели	
ЕБИТДА margin (%)	43%
ЕБИТДА/проценты (x)	64x
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	2.8
Финансовый долг/Собственный капитал	2.5

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

В первом полугодии 2006 г. эта компания продемонстрировала значительный рост выручки по сравнению с аналогичным показателем первого полугодия 2005 г. Компания завершила ввод новых площадей в 4-м квартале, в результате чего общая площадь в аренде увеличилась на треть. Уровень рентабельности очень высок – показатель ЕБИТДА margin по итогам 1-го полугодия составил 43%.

Компания активно использует заемное финансирование для развития бизнеса и строительства новых офисных, торгово-развлекательных и жилых комплексов. За счет кредитов и займов формируется порядка 37% валюты баланса. Тем не менее, показатель финансовый долг/ЕБИТДА был умеренным и составил 2.8x за 6 месяцев 2006г. С учетом долга на ООО «Инвесткомпания «Рубин»» в сумме 300 млн. рублей скорректированный показатель финансовый долг/ЕБИТДА составляет 3.3x. Для компании, обладающей впечатляющим портфелем недвижимости в собственности, это вряд ли можно назвать опасным уровнем. Основа кредитного профиля такой компании – это в первую очередь “balance sheet”, а не “cash flow”. В случае, если бы компания оценила свои активы по рыночной цене, на наш взгляд, соотношение долга и собственного капитала выглядело бы очень комфортно для кредиторов (значительно меньше 1.0x).

Общий объем инвестиций компании в строительство на ближайшие три года по первоочередным проектам оценивается на уровне USD372 млн., что предполагает высокую потребность в заемном финансировании. Поэтому можно ожидать, что уровень долговой нагрузки группы компаний МТЗ «Рубин» будет расти.

Тем не менее, на наш взгляд, по кредитным характеристикам «Рубин» выглядит сильнее классических строительных и девелоперских компаний, т.к. имеет мощную составляющую в виде инвестиционного портфеля недвижимости, находящейся в собственности.

Справедливую доходность по дебютному займу «Рубина» мы оцениваем на уровне 10.5-11.0% годовых, что предполагает некоторый дисконт к выпускам чисто строительных компаний (Су-155, ПИК, ЛСР). При этом, на наш взгляд, по мере роста прозрачности «Рубина» оценка справедливой доходности может снизиться.



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный департамент
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств**Сергей Бабаян**

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Таведжиа Коррадо	

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики**Алекс Кантарович, CFA**

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики**Ким Искян**

Kim.Iskryan@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbanl.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
-----------------	-----------------------------

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
----------------	-----------------------------

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@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.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, 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.