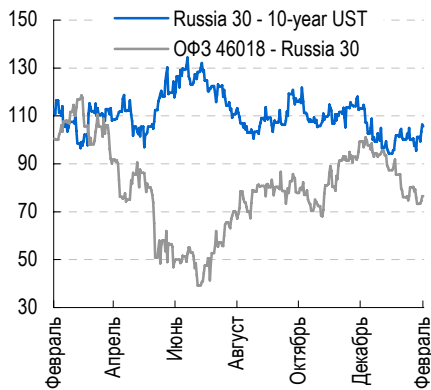
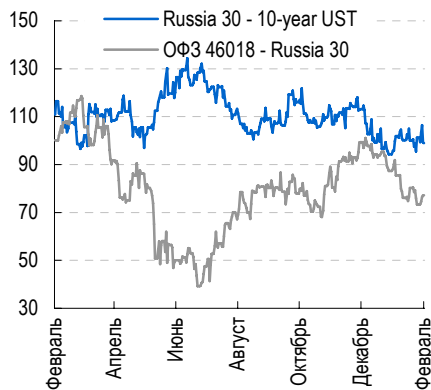


пятница, 2 февраля 2007 г.

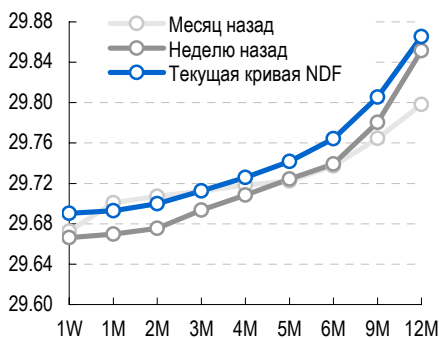
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро (в рублях)



Календарь событий

2 февраля	Размещение руб. обл. Ленэнерго-2
2 февраля	Данные по Nonfarm Payrolls в США
5 февраля	Предварит. рез-ты Лебедянский 06
8 февраля	Размещение руб. обл. АИЖК-9
8 февраля	Размещение руб. обл. Арсенал
февраль	Размещение руб. обл. Белон-2
февраль	Размещение еврообл. ККВ, Caspian Bank, Bank of Georgia, ИВ, Альфа-банк, Банк Союз, ВБД, ХКФ Банк

Рынок еврооблигаций

- В длинном сегменте оживление. Спрос в **Systema 11** на новостях от S&P. Росту котировок еврооблигаций **Газпрома** чуть помешали новости о планах по новым размещениям. На первичном рынке очередная порция новостей (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Инвесторам понравилась инициатива **Москомзайма**. Выпуск рублевых еврооблигаций **Газпромбанка** интересен и по нижней границе (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Ленэнерго (NR): Кредитный комментарий перед размещением.** На наш взгляд, поддержку кредитному профилю компании оказывают ее стратегическая значимость для администрации Санкт-Петербурга, вероятное улучшение системы тарифного регулирования и предполагаемые вливания в акционерный капитал. К факторам, ограничивающим кредитоспособность Ленэнерго, мы относим высокую долговую нагрузку, изношенность активов и очень большие потребности в инвестициях (стр. 3).
- Розничная сеть X5 (B1/BB-) планирует разместить три рублевых облигационных займа** на общую сумму 25 млрд. руб. Согласно пресс-релизу компании, средства от размещения будут направлены на рефинансирование долга компании, номинированного в иностранной валюте, а также на инвестиции в органический рост. Ведомости со ссылкой на компанию сообщают, что X5 погасит рублевые выпуски **Пятерочка-Финанс-1** и **Пятерочка-Финанс-2**. Если последнее означает намерение выкупить с рынка выпуски, то новости скорее нейтральны для держателей этих облигаций. В противном случае, на наш взгляд, возможны продажи в данных выпусках из-за технических факторов, а также возросшей вероятности снижения рейтинга агентством Standard & Poog's (стр. 4).
- Вкратце: Как сообщает Коммерсантъ, Минздравсоцразвития внесло в правительство предложения**, кардинально изменяющие механизм пенсионной реформы. В частности, предлагается прекратить с 2008 года перевод пенсионных накоплений так называемых "молчунов" во Внешэкономбанк. На наш взгляд, принятие предложений Минздравсоцразвития приведет к ослаблению действия такого важного фактора поддержки рынка ОФЗ как спрос со стороны «главного» управляющего пенсионными накоплениями.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.84	+0.03	+0.18	+0.14
EMBI+ Spread, бп	166	-6	-3	-3
EMBI+ Russia Spread, бп	99	-4	+3	+3
Russia 30 Yield, %	5.83	-0.05	+0.21	+0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.60	-0.04	+0.08	+0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	412.6	-13.0	-253.5	-253.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	138	+26.7	+86.3	+23.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	3.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.88	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.69	+0.01	+0.01	+0.01
Нефть (брент), USD/барр.	56.7	-0.7	-3.7	-4.0
Индекс РТС	1894	+51	-28	-16

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

В четверг рынок US Treasuries был достаточно волатилен, причиной чему послужили несколько противоречивые данные по инфляции и рынку жилья в США. **10-летние UST** завершили день на отметке 4.84% (+3бп).

Emerging Markets вчера запоздало реагировали на ралли в UST, состоявшееся после публикации решения **FOMC**. Цены большинства выпусков выросли примерно на 3/8, а спрэд **EMBI+** сузился до 166бп (-6бп).

Вчера заметно оживился российский сегмент еврооблигаций. Выпуск **Russia 30** (YTM 5.83%) прибавил в цене около 3/8, причем сделок было достаточно много. По итогам дня спрэд к UST сложился на уровне 100бп. В корпоративном секторе выросли котировки длинных выпусков – **Severstal 14** (YTM 7.75%, +1/2), **Evrax 15** (YTM 7.93%, +1/4), **Alrosa 14** (YTM 6.46%, +3/8). После выхода новости о пересмотре агентством S&P прогноза рейтинга АФК «Система» на «Позитивный» появился спрос на выпуск **Sistema 11** (YTM 7.26%, +1/2). Росту в длинном выпуске **Gazprom 34** (YTM 6.57%, +1/2) помешали озвученные планы компании разместить еврооблигации на USD2 млрд.

На первичном рынке завершилось размещение 3-летних еврооблигаций **Межпромбанка** (B1/B+/B), ставка купона сложилась на уровне 9.50%, объем – USD150 млн. Похоже, что размещение прошло «без ажиотажа». **Казкоммерцбанк** (Ba1/BB+/BB+) объявил, что объем нового выпуска 10-летних еврооблигаций составит EUR750 млн., и одновременно снизил на 15бп price-guidance до Mid Swaps + 265 (YTM 6.98%). Еще один казахстанский банк – **АТФБанк** (Ba1/B+/BB-) – озвучил планы разместить 7-летние еврооблигации в долларах.

Сегодня в США выходят важные цифры по рынку труда (Payrolls). Вероятно, участники рынка предпочтут воздержаться от активных действий до выхода этих данных.

Рынок рублевых облигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

В первый день февраля на рынок рублевых облигаций вернулись оптимистичные настроения. Достаточно комфортная ситуация с ликвидностью позволила ставкам денежного рынка вернуться к уровню 2.0-2.5%. Помимо этого, на наш взгляд, поддержку рынку оказали еврооблигации и выросшая цена на нефть.

В секторе госбумаг котировки большинства выпусков выросли примерно на 10бп. «Лучше» рынка смотрелись длинные **ОФЗ 46020** (YTM 6.86%, +22бп), **ОФЗ 46018** (YTM 6.61%, +19бп), **ОФЗ 46017** (YTM 6.55%, +16бп).

Вчера инвесторы поменяли примерно 5.5 млрд. рублей коротких облигаций Москвы на длинные выпуски. Это даже больше того объема, на который рассчитывали представители Москомзайма (5 млрд.). Вероятно, это свидетельствует о том, что план по обмену пришелся по душе держателям облигаций, и дальше этот процесс продолжится (напомним, что обменять облигации можно до 6 февраля).

В облигациях первого эшелона вчера спросом пользовались облигации РЖД. Выпуски **РЖД-6** (YTM 6.99%), **РЖД-7** (YTM 7.12%) выросли в цене примерно на 15бп. Помимо этого, довольно большой интерес мы видели к облигациям **Газпром-8** (YTM 7.13%), **Мосэнерго-1** (YTM 7.47%), **МосОбласть-6** (YTM 7.04%), **ГидроОГК-1** (YTM 7.40%), **ФСК-2** (YTM 7.17%). Их котировки выросли на 5-10бп.

Вернулся интерес инвесторов к выпуску **ХКФБанк-4** (YTM 9.75%, +15бп). Напомним, что это единственный выпуск облигаций банка, который пока не попал в список А1. Кроме того, спрос был отмечен в облигациях **МОИА-2** (YTM 8.13%, +5бп). На наш взгляд, более интересным выглядит **МОИА-1** (YTM 8.42%). Этот выпуск чуть короче МОИА-2, но предлагает более высокую доходность. Мы считаем, что сомневаться в выставлении новой оферты Московской областью причин нет, поэтому рекомендуем инвесторам обратить внимание на этот выпуск.

«Хуже» рынка вчера смотрелся **Протек-1** (YTM 9.533%), его котировки снизились на 25бп. Также около 15бп потеряли в цене выпуски **Пятерочка-1** (YTM 8.42%) и **Пятерочка-2** (YTM 8.44%) после того, как стало известно, что компания зарегистрировала 3 новых займа на 25 млрд. рублей (см комментарии ниже).

Вчера стали известны некоторые подробности выпуска рублевых еврооблигаций **Газпромбанка** (Ваа2/BB+) – это будут 3-летние ноты. Ориентировочная доходность – 7.25-7.50%, что предполагает премию около 100-130бп к долларовой кривой еврооблигаций Газпромбанка. На наш взгляд, выпуск может быть интересен иностранным инвесторам даже по нижней границе указанного диапазона. Наш комментарий по сегодняшнему размещению облигаций Ленэнерго-2 представлен ниже.

Мы ожидаем, что сегодня конъюнктура рынка рублевых облигаций останется умеренно-позитивной.

Ленэнерго (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня пройдет размещение облигационного займа распределительной компании ОАО «Ленэнерго» объемом 3 млрд. рублей и сроком погашения 5 лет. Ориентир по доходности – 8.50-9.0%.

На наш взгляд, поддержку кредитному профилю компании оказывают ее стратегическая значимость для администрации Санкт-Петербурга, присутствие в капитале иностранного инвестора (Fortum), вероятное улучшение системы тарифного регулирования и предполагаемые вливания в акционерный капитал, которые будут сопровождаться увеличением доли города в Ленэнерго. К факторам, ограничивающим кредитоспособность компании, мы относим высокую долговую нагрузку, изношенность активов и очень большие потребности в инвестициях.

По нашим оценкам, долговая нагрузка Ленэнерго по итогам 2006 г. выглядит заметно лучше, чем по итогам 3-х кварталов. В начале октября компания успешно реализовала принадлежавший ей пакет Петербургской ГК за более чем 4 млрд. руб. По нашим оценкам, в 2007 г. компании удастся повысить рентабельность за счет введения тарифа за присоединение (см. комментарий от 28 ноября).

Однако, учитывая инвестиционные аппетиты Ленэнерго, исчисляемые десятками миллиардов рублей (сетевое хозяйство очень изношено), мы полагаем, что в будущем долговая нагрузка компании будет расти.

Тем не менее, принимая во внимание премию по доходности, которую новый выпуск Ленэнерго может предложить по сравнению с облигациями схожей по кредитному профилю МОЭСК (8.0%), мы считаем облигации Ленэнерго привлекательными с доходностью 8.75% и выше. Мы полагаем, что временно более сильная МОЭСК также будет демонстрировать ухудшение показателей долговой нагрузки, и поэтому рекомендуем перекладываться из выпуска МОЭСК-1 в облигации Ленэнерго.

Ключевые финансовые показатели Ленэнерго

Млн. руб., РСБУ	2005	9 мес. 2006
Выручка	27 637	6 926
Валовая прибыль	2 003	207
ЕБИТДА	3 966	970
Чистая прибыль	(493)	(242)
Долг	4 581	5 572
Показатели		
Рентабельность ЕБИТДА	14.3%	14%
Валовая рентабельность	7.2%	3%
Долг/ЕБИТДА	1.16	4.3

Источник: данные компании, оценки МДМ Банка

Х5 (NR) зарегистрировала 3 выпуска облигаций на общую сумму 25 млрд. руб.

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

Вчера розничная сеть Х5 зарегистрировала 3 выпуска рублевых облигаций общим объемом 25 млрд. рублей (9+8+8). За новостью о регистрации облигаций последовал пресс-релиз компании, опубликованный на сайте LSE, в соответствии с которым средства от размещения будут направлены на рефинансирование долга Х5, номинированного в иностранной валюте, а также на инвестиции в органический рост. Газета Ведомости со ссылкой на компанию сегодня сообщает детали – первый займ объемом 9 млрд. руб. будет размещен в марте и направлен на рефинансирование около USD300 млн. долгов, которые в настоящее время есть у Х5 помимо синдицированного кредита на USD800 млн. Что касается данного кредита (3 года, транши L+2.50% и L+2.75%), то, согласно Ведомостям, компания также подумывает о его рефинансировании за счет средств займов, т.к. кредит не очень удобен компании из-за большого количества ограничений. Кроме того, Ведомости сообщают, что компания планирует погасить два рублевых займа **Пятерочка-Финанс-1** и **Пятерочка-Финанс-2**. Означает ли это, что Х5 намерена досрочно выкупить эти займы, нам пока выяснить не удалось.

Таким образом, на данный момент информация о направлениях использования средств займов носит несколько противоречивый характер. С одной стороны, компания говорит о том, что намерена направить значительную часть поступлений от займов на рефинансирование, стараясь показать, что не планирует значительно увеличивать долговую нагрузку. С другой стороны, желание избавиться от кредитов в иностранной валюте указывает на достаточно агрессивные планы Х5 по инвестициям, которым «тесно» в рамках ограничений (ковенант), установленных этими кредитами.

Цифры, приведенные Ведомостями, указывают на то, что в настоящее время объем долга Х5 составляет не менее USD1.1 млрд. (USD800+USD300). Мы исходим из консервативного предположения о том, что два рублевых займа объемом 4.5 млрд. входят в озвученную цифру USD300 млн. По нашим оценкам, показатель EBITDA компании по итогам 2006 г. составил около USD340 млн. (до вычета расходов на опционы менеджменту), а показатель Долг/EBITDA – не менее 3.2х. Это выше, чем по состоянию на середину 2006 г. (2.8х).

Мы предполагаем, что Х5 будет крайне сложно справиться со своими агрессивными аппетитами в отношении органических капвложений и поглощений, в связи с чем мы ожидаем роста долговой нагрузки компании в 2007 г. и снижения ее рейтинга Standard & Poor's на 1 ступень до «В+».

В случае, если подтвердится версия о намерении Х5 выкупить займы **Пятерочка-Финанс-1** (8.40%) и **Пятерочка-Финанс-2** (8.45%), держателям этих выпусков вряд ли стоит беспокоиться о возможном снижении рейтинга и крупном новом предложении выпусков. В противном случае, на наш взгляд, в облигациях Х5 вероятны продажи.

По нашему мнению, в среднесрочной перспективе облигации продуктовых розничных сетей будут демонстрировать волатильность, а реализация успешных торговых стратегий в этом сегменте потребует большого внимания к новостям о стратегии компаний. Ключевые негативные факторы, которые будут действовать большую часть времени – это регулярное новое предложение облигаций и рост долговой нагрузки эмитентов. Насколько мы понимаем, акционеры розничных сетей сейчас нацелены в первую очередь на максимизацию стоимости компаний (для чего требуется активно участвовать в «сумасшедшей» гонке за рыночную долю) и в гораздо меньшей степени заботятся о долговой нагрузке.

Вместе с тем, время от времени будут происходить позитивные для кредиторов события, способствующие росту котировок облигаций – это сделки по слияниям/поглощениям/IPO, а также рост прозрачности (упорядочивание юридической структуры, подготовка отчетности по МСФО, получение кредитных рейтингов).

В сегменте продуктовой розницы мы рекомендуем инвесторам придерживаться высокодоходных выпусков облигаций компаний 2-3 эшелона (например: **Монетка**(12.3%), **АЛПИ**(11.20%), **Матрица**(14.4%)). Агрессивный аппетит к поглощениям в этом сегменте, который демонстрируют крупнейшие российские и иностранные операторы, снижает риск дефолта даже для компаний с высокой долговой нагрузкой, т.к. в случае возникновения финансовых затруднений розничная сеть с высокой вероятностью будет просто приобретена более сильным игроком. Для других сегментов розницы эти рассуждения справедливы в меньшей степени.



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
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

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

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@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
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@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
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

Электроэнергетика

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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.