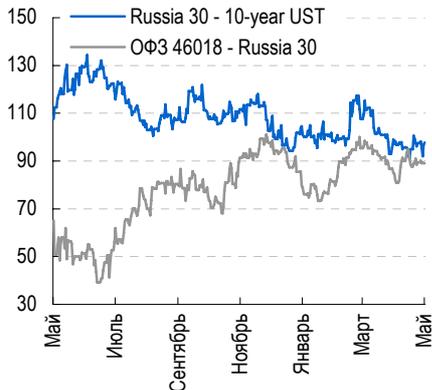
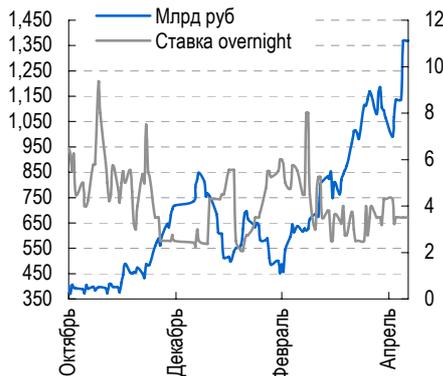


пятница, 11 мая 2007 г.

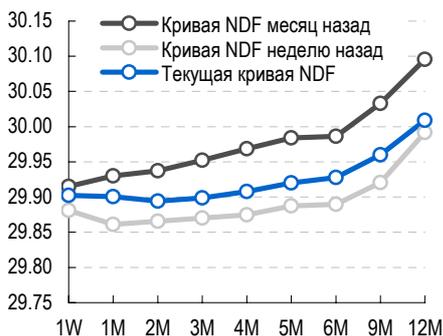
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

11 мая	Индекс цен производителей за апрель
14 мая	Завершение IPO ВТБ
15 мая	Размещение руб.обл. Сибкадемстрой-1
15 мая	Выплата ЕЧН
15 мая	Индекс потребительских цен за апрель
16 мая	Размещение руб.обл. РусфинансБанк-3
17 мая	Размещение руб.обл. Челябинэнерго-1
21 мая	Выплата НДС

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** чуть снизились на смешанной статистике по экономике США. О завершившихся размещениях **УРСА Банка** и **РСХБ**. Сегодня закрываются книги заявок по выпускам **НМТП** и **Распадской**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- О новых купонах по **Инпром-3**. Активность вторичного и первичного рынка возрастет на следующей неделе (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Комментарии к размещениям еврооблигаций: Распадская (Ba3/NR/B+) и НМТП (Ba2/BB+)** (стр.3)
- Вкратце: Группа ОСТ (NR) объявила предварительные консолидированные финансовые результаты за 1-й квартал.** В пресс-релизе компании указывается, что выручка группы за январь-март 2007 г. составила 3.6 млрд. руб. (+48% к аналогичному периоду прошлого года), а показатель EBITDA margin достиг 8.0% (3.2% в 1-м квартале 2006 г.). По нашим оценкам, если компания сохранит такие показатели на протяжении 2007 г., то соотношение Долг/EBITDA по группе снизится с 7x до 5x. После встречи с новой командой менеджмента ОСТа, представившей стратегию развития, у нас остались очень позитивные впечатления (см. комментарии от 20 апреля). Мы ожидаем постепенного улучшения финансовых результатов компании и роста ее прозрачности. Вопросы вызывают лишь девелоперские амбиции ОСТа. Что же касается 2-го выпуска облигаций группы, то с новым купоном (12.5%) и офертой в ноябре 2007 г. по текущим котировкам (99.20) выпуск предлагает доходность на уровне 14% на полгода, что не так уж и плохо. Для тех же, кто приобрел его по номиналу, вероятно, разумнее предъявить воспользоваться ближайшей офертой (19 мая).
- Вкратце: Moody's пересмотрело прогноз рейтинга МТС (Ba3/BB-) со «Стабильного» на «Позитивный».** Согласно пресс-релизу, пересмотр прогноза отражает сильные финансовые результаты компании по итогам 2006 г., а также низкий уровень долговой нагрузки. Вместе с тем, Moody's указывает на риски увеличения долговой нагрузки МТС, связанные с принятой программой выкупа с рынка около 10% собственных акций, а также с возможным увеличением объема дивидендных выплат. Несмотря на то, что рейтинги МТС по версии Moody's и S&P ниже, чем рейтинги ВымпелКома (Ba2/BB+), еврооблигации двух компаний продолжают торговаться на единой кривой доходности.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.64	-0.03	-0.08	-0.06
EMBI+ Spread, бп	165	+4	+6	-4
EMBI+ Russia Spread, бп	95	+1	-3	-1
Russia 30 Yield, %	5.61	+0.02	-0.10	-0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	+0.02	-0.06	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	445.6	+48.4	+44.6	-220.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	924.1	-46.6	+310.4	+809.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	3.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.29	+0.09	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	65.8	+0.6	-2.0	+5.1
Индекс РТС	1892	-22	-92	-18

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчера в США были опубликованы апрельские цифры по ценам на импорт (рост выше ожиданий), розничным продажам (снизились), а также торговому балансу за март (дефицит вырос). Доходность **10-летних UST** снизилась на 3бп до 4.64%.

Агентство Fitch вчера повысило рейтинг Бразилии до BB+ и изменило прогноз рейтинг Турции с «позитивного» на «стабильный». Впрочем, влияние действий Fitch на котировки было незначительным – бразильские выпуски и так хорошо выросли за последние недели, а котировки турецких еврооблигаций в связи с политическим кризисом близки к полугодовым минимумам. Спрэд **EMBI+** за счет движений американского рынка вчера расширился до 165бп.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.61%) вчера потерял в цене примерно 1/8. Спрэд к UST расширился до 97 бп. На корпоративном рынке мы видели покупки в бумагах **SOYUZ 10** (+1/8; YTM 9.12), **VIP 16** (+1/8; YTM 7.03). Кроме того, агентство Moody's вчера изменило прогноз рейтинга компании МТС со «стабильного» на «позитивный». Пока что это событие не нашло отражения в котировках бумаг.

На первичном рынке **УРСА Банк** (Ba3/B+) разместил выпуск 3-летних еврооблигаций, номинированных в евро. Доходность по выпуску составила 7% (MS+260бп), что на 25бп ниже первоначальных ориентиров. Объем выпуска составил EUR400 млн. На наш взгляд, выпуск оценен несколько агрессивно и не имеет дальнейшего потенциала снижения доходности – для сравнения, спрэды к mid swaps еврооблигаций банка с погашением в 2009 и 2011гг. составляют 250бп и 380бп, соответственно. После размещения котировки выпуска остались около номинала.

Кроме того, вчера очередной выпуск разместил **Россельхозбанк** (A-/BBB+) . Купон по 10-летним облигациям был установлен на уровне 6.25% (MS+110бп). Доходность, на наш взгляд, достаточно интересна. Спрэд более короткого выпуска **RSNB 13** (YTM 5.90%) к mid swaps составляет около 81бп.

Сегодня ожидается завершение размещения дебютных 5-летних облигаций **НМТП** (Ba2/BB+) и **Распадской** (Ba3/NR/B+). Буквально сегодня утром price-talk по выпуску Распадской был скорректирован вниз. Наши комментарии по этим выпускам см. на стр. 3-4.

Рынок рублевых облигаций

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

Торговая активность на рублевом рынке облигаций остается низкой. В секторе госбумаг суммарный объем торгов составил всего около 205 млн. рублей, при этом котировки некоторых среднесрочных выпусков немного просели: **ОФЗ 29198** (-8бп; YTM 6.30%), **ОФЗ 25060** (-16бп; YTM 6.02%), **ОФЗ 25059** (-15бп; YTM 6.18%).

В корпоративном сегменте спросом пользовались **АИЖК-7** (+10бп; YTM 7.53%) и **Газпром-9** (+13бп; YTM 7.10%). Спрэд Газпром-9 к кривой CSS/NDF составляет всего около 20бп, в то время как сравнимые по дюрации **GAZPRU 13** (YTM 5.70%) и **GAZPRU 16** (YTM 6.01%) торгуются на уровне MS+62бп и MS+81бп, соответственно.

Вчера по выпуску **Инпром-3** (YTP 8.97%) была установлена новая оферта в ноябре 2008 года, а купоны на ближайшие 1.5 года определены в размере 8.95%. Таким образом, спрэд к кривой CSS/NDF составит около 350бп, что, на наш взгляд, достаточно справедливо – значительно более короткий **Инпром-2** (YTP 7.72%) торгуется со спрэдом к CSS/NDF на уровне 320бп.

На следующей неделе заметно активизируется первичный рынок – пройдут доразмещение **ОФЗ 46021** на 15 млрд. рублей, аукционы по **Русфинансбанк-3** (4 млрд. рублей), **ТГК-8** (3.5 млрд. рублей), **Мособлгаз-2** (2.5 млрд. рублей), а также несколько более мелких размещений.

Распадская и НМТП: Комментарии к размещениям еврооблигаций

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

Сегодня завершаются размещения дебютных выпусков еврооблигаций компаний **Распадская** (Ba3/NR/B+) и **Новороссийский Морской Торговый Порт** (Ba1 «общий» рейтинг; Ba2 по выпуску/BB+). Обе компании делают 5-летние выпуски в USD. Ориентиры организаторов выглядят как 7.5-7.6% по облигациям Распадской (против 7.8% ранее) и 7.125% по выпуску НМТП. Оба выпуска, на наш взгляд, оценены более-менее справедливо. При этом в первые дни вторичных торгов возможно сужение спредов облигаций на 10-15бп. В долгосрочном периоде большой потенциал мы видим в облигациях НМТП.

Распадская

Распадская является крупным производителем коксующегося угля (2-е место в России по производству, 1-е по запасам). Ключевые операционные активы компании расположены в Кемеровской области (Кузбасс) и представляют собой 4 шахты. На самую большую из них – Распадскую – приходится около ¾ всей добычи. В 2006 г. компания добыла 10.6 млн. тонн угля, из которых около 8.7 млн. тонн было переработано в 6.5 млн. тонн угольного концентрата. Ключевыми потребителями являются три компании – ММК, Евраз и НЛМК – на которые приходится около 60% продаж концентрата. Другим крупным направлением продаж является экспорт в Ураину и страны Восточной Европы.

В 2006 г. выручка компании (pro forma с учетом приобретений) составила USD470 млн. За счет высокого качества месторождений и применения открытого способа добычи Распадская демонстрирует феноменальный для угольных компаний уровень операционной рентабельности – показатель EBITDA margin в 2006 г. составил 55%.

Евраз контролирует 40% акций Распадской, менеджмент – еще 40%. Остальное – free float. В конце прошлого года компания провела IPO. Капитализация сейчас составляет более USD1.8 млрд.

На наш взгляд, ключевыми сильными сторонами кредитного профиля Распадской являются 1) очень конкурентная позиция по издержкам и большой запас в марже; 2) умеренные инвестиционные аппетиты (согласно плану, ежегодные капвложения в среднем не превышают USD60 млн.); 3) большой объем запасов угля и 4) умеренная долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА 1.4-1.5x на начало 2007 г., в отсутствие сделок cash-financed M&A это соотношение должно постепенно улучшаться; ковенанты ограничивают соотношение Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 3.0x).

Среди слабых сторон мы отмечаем в первую очередь недостаточную диверсификацию (в части географии операций, продукции, клиентов), а также подверженность рискам, связанным с волатильностью цен на уголь. Мы полагаем, что крупнейшие российские металлургические компании с удовольствием приобрели бы Распадскую в случае возникновения у компании несистемного финансового стресса.

На рынке сейчас присутствует долларовой выпуск другой угольной компании – СУЭК (SUEK 09 7.30%). Однако, во-первых, СУЭК – это производитель энергетических углей без рейтингов и с высокой долговой нагрузкой, а во-вторых, доходность CLN СУЭКа сейчас в значительной степени отражает интеграцию компании с Газпромом (A3/BBB/BBB-).

Если сравнивать Распадскую с Евразом (Ba3/BB-/BB) и Северсталью (Ba3/BB-/BB-), то можно сказать, что отсутствие вертикальной интеграции, слабая диверсификация и меньшие размеры частично компенсируются значительно более высокой рентабельностью угольной компании. В целом мы считаем, что выпуск Распадской должен торговаться со спрэдом не более 60-70бп к кривой доходности Северсталь/Евраз (возможно, даже 50бп), что соответствует доходности на уровне 7.5-7.6%.

Новороссийский Морской Торговый Порт

НМТП – крупнейший в России порт, основной пункт перевалки российской нефти, уходящей на экспорт. Контролирующими акционерами порта являются две семьи, еще 20% принадлежат государству. Сейчас высокий интерес к акциям НМТП проявляет РЖД (A3/BBB-/BBB+), претендуя на их покупку и/или на управление госпакетом.

Выручка порта в 2006 г. составила USD277 млн., при этом объем долга с учетом лизинговых обязательств достиг USD564 млн. (Источник: Standard & Poor's). Эти цифры не должны вводить в заблуждение. Дело в том, что в 2006 г. НМТП за счет кредитов выкупил у связанных сторон ряд грузовых терминалов (в т.ч. контейнерных), работающих в порту. Поэтому pro forma выручка НМТП в 2006 г., вероятно, заметно выше. Кроме того, следует учитывать, что рентабельность портовых и стивидорных услуг очень высока (По нашим оценкам, EBITDA margin около 50%. К сожалению, мы до сих пор не получили полную документацию по выпуску НМТП, поэтому не располагаем полной финансовой информацией об эмитенте).

Ключевую поддержку кредитному профилю НМТП обеспечивает его положение крупной инфраструктурной компании с элементами монополии, а также очень хорошие перспективы развития бизнеса по мере роста внешнеторгового оборота России (в первую очередь в части контейнерных перевозок). Именно это обеспечивает компании высокие кредитные рейтинги, даже несмотря на заметную долговую нагрузку.

Мы ожидаем, что в будущем кредитный профиль НМТП будет укрепляться и связываем это с вероятным снижением долговой нагрузки, а также с возможными изменениями в структуре собственности.

Обращаем внимание, что Moody's присвоило рейтинг облигациям НМТП (Ba2) на 1 ступень ниже по сравнению с общим рейтингом компании (Corporate family rating Ba1). Это связано с наличием у группы заметного объема обеспеченного долга. Насколько мы понимаем, часть средств от размещения облигаций будет направлена на рефинансирование этой задолженности, поэтому не исключаем, что рейтинг облигаций вскоре будет приравнен к общему рейтингу.

Что же касается price-talk выпуска НМТП (7.125%), то мы ориентировались на эмитентов с сопоставимыми рейтингами. Наиболее подходит для сравнения оператор мобильной связи ВымпелКом (Ba2/BB+). Облигации VIP 11 с погашением через 4.5 года сейчас торгуются на уровне 6.40%. На этом фоне доходность выпуска НМТП выглядит достаточно привлекательной, учитывая временно высокую долговую нагрузку компании и одновременно сохраняя пространство для «upside».



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

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

George Lilis	George.Lilis@mdmbank.com
Vladislav Nigmatullin	Vladislav.Nigmatullin@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.

© 2007, 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.