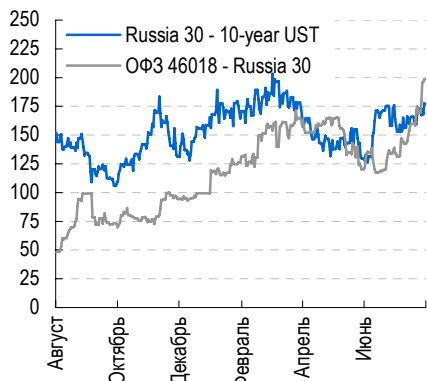


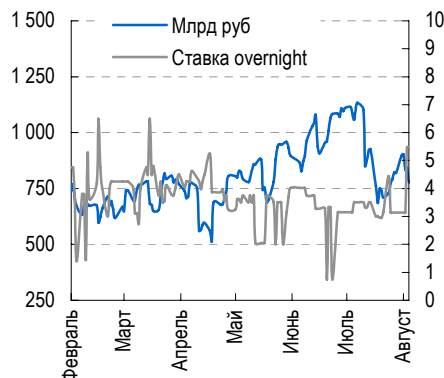
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 15 августа 2008 г.

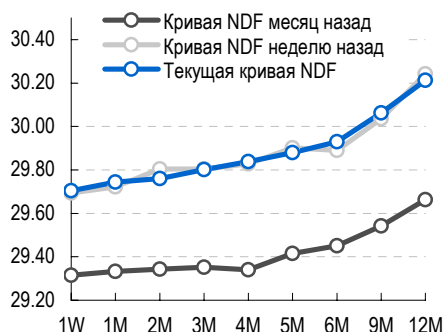
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 авг	Уплата акцизов, ECH, страховых взносов
15 авг	Индекс Empire Manufacturing
15 авг	Индекс потреб. доверия U.Michigan
19 авг	Индекс цен производителей PPI (июль)
19 авг	Статистика по перв. рынку жилья в США
20 авг	Размещение руб. обл. АМЕТ-финанс-1
20 авг	Аукционы ОФЗ-26201, ОФЗ-46020
21 авг	Индекс Philadelphia Fed.

Рынок еврооблигаций

- Инфляция высока, но участники рынка смотрят на безработицу. В российские евробонды вернулся пессимизм. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынок облигаций продолжает восстанавливаться – за исключением ОФЗ. Ставки МБК снижаются, но валютный рынок все еще волатилен. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Комментарии к результатам нефтехимических компаний за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ: НКНХ (B1/NR/B+), Казаньоргсинтез (NR/B-/B-) и КуйбышевАзот (NR). (стр. 3)
- ИжАвто (NR) опубликовал сильные результаты за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ. Выручка компании составила 12.8 млрд. руб. (+23% к 1П2007г.), а рентабельность по EBITDA возросла до 5.4% (против 4.8% в 2007 г.). Рост операционных показателей связан как с увеличением физического объема производства, так и с изменением модельного ряда в пользу более дорогих моделей. Компания продолжает сохранять значительный объем денежных средств на балансе (1.7 млрд. руб.), что в сочетании с возросшей операционной рентабельностью привело к снижению показателя Чистый Долг/EBITDA до 5.2x (на 01.04.2008г. 10.4x). В последнее время для кредиторов компании большое значение имеют новости о продолжающихся переговорах по поводу возможного перехода ИжАвто под контроль АвтоВАЗа (NR). Однако определенная вероятность M&A-сделки с АвтоВАЗ уже заложена в котировках выпуска ИжАвто-2 (УТР 14.54%), ввиду чего потенциал их роста ограничен.
- Производитель двигателей КМПО (NR) отчитался за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ. Компания продемонстрировала рост выручки до 1.9 млрд. руб. (+15% к 1П2008). Из-за длинного производственного цикла рентабельность по EBITDA сократилась до 3.9% (17% в 2007 г.), что привело к росту долговой нагрузки до «опасных» значений 11.4x в терминах Долг/EBITDA. Вчера по выпуску КМПО-1 (УТР 11.48%) была объявлена новая процентная ставка до погашения через 1.5-года в размере 11.30% (ранее 9.30%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.89	-0.05	+0.07	-0.14
EMBI+ Spread, бп	296	+4	-11	+57
EMBI+ Russia Spread, бп	183	+7	+3	+36
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.05	+0.09	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.65	+0.07	+0.68	+1.18
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	662.1	-39.2	+71.0	-226.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	115.2	-27.0	-350.8	+0.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-51.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.83	-0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.65	+0.12	+0.33	-0.08
Нефть (брент), USD/барр.	113.7	+0.2	-25.1	+19.8
Индекс РТС	1795	+19	-379	-496

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Дмитрий Смелов, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ ОПЯТЬ НЕ РАДУЮТ

Вчера в США были опубликованы июльский индекс потребительских цен, а также еженедельные данные по рынку труда. Оба показателя оставили довольно мрачное впечатление. **Headline CPI** составил 5.6% в годовом выражении, достигнув 17-летнего максимума. Число обращений за пособиями по безработице снова оказалось выше прогнозов аналитиков, одновременно реальные доходы населения сократились больше, чем ожидалось.

Вместе с тем, инвесторы, похоже, расценили, что благодаря снизившимся ценам на нефть и крепнущему доллару рост потребительских цен должен в дальнейшем замедлиться, а на первый план выйдет проблема замедления экономического роста США. Вероятно, поэтому котировки **UST** по итогам дня выросли – вдоль всей кривой доходности снизились примерно на 4-5бп (10-летние ноты закрылись на отметке 3.89%).

В информационном плане пятница будет не менее интересной – сегодня будут опубликованы данные по промышленности, а также индекс потребительского доверия.

EMERGING MARKETS

В долговом сегменте развивающихся рынков активность была довольно низкой, спрэд **EMBI+** расширился до 296бп (+4бп). В фаворитах у инвесторов по-прежнему находятся облигации **Аргентины**, показывающие с начала недели рост на 1-2пп в день – рынок продолжает отыгрывать новость о досрочном погашении. Вчера им не помешало даже сообщение агентства Moody's о снижении прогноза по суверенному рейтингу (B3) с «Позитивного» на «Стабильный». «Хуже рынка» выглядят выпуски Украины, но сделок в них немного. Зато мы видели активность в CDS Украины и Казахстана – их спрэды за день расширились примерно на 10-12бп.

В российском сегменте преобладают пессимистичные настроения. Бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.67%) снизился по цене ниже 112пп, спрэд к UST10 расширился до 178бп (+9бп). Вероятно, пока в мире не утихнет «агрессивная» риторика по отношению к России в связи с событиями в Южной Осетии еврооблигации будут вести себя достаточно волатильно. В корпоративном сегменте позавчерашняя волна покупок утихла – в четверг наиболее ликвидные выпуски снизились в цене, спрэды «bid-ask» расширились. Приятным исключением стал разве что выпуск **RASPAD12** (YTM 9.37%), который продолжает восстанавливаться после недавних продаж.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: МЕДЛЕННАЯ СТАБИЛИЗАЦИЯ

Рублевые облигации постепенно возвращают утраченные в начале недели позиции, правда, за исключением сектора госбумаг. В то время, как в корпоративном сегменте, несмотря на достаточно разнонаправленный характер ценовых движений, многие выпуски вчера подросли еще примерно на 10-15бп, котировки **ОФЗ** продолжают уверенно снижаться. Показательно, что доходность **46020** уже превысила отметку 8%. В этом плане любопытно будет посмотреть, как пройдет аукцион в этом выпуске, запланированный на следующую неделю. На наш взгляд, не исключено, что впервые за долгое время мы

можем увидеть спрос со стороны «рыночных» инвесторов, так как доходность 46020 выросла уже довольно значительно:



Ситуация с рублевой ликвидностью также постепенно улучшается – в рамках операций **прямого репо** банки заняли у ЦБ вчера «лишь» около 80 млрд. рублей. Регулятор продолжает понемногу покупать валюту – около 350 млн. долл. ежедневно. В итоге ставки **overnight** тяготеют к снижению – вчера большую часть дня они простояли уже около 6%. Вместе с тем, до полной стабилизации еще далеко – валютный рынок остается достаточно волатильным. Так, вчера стоимость бивалютной корзины снова выросла (29.65, +12 копеек). Кроме того, сегодня начинается период налоговых выплат (1/2 суммы **акцизов** и авансовая уплата **ЕСН**).

Результаты нефтехимиков за 1-е полугодие: КОС разочаровал и озадачил

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Крупнейшие российские нефтехимические компании – Казаньоргсинтез (NR/B-/B-), НКНХ (B1/NR/B+) и КуйбышевАзот (NR) – представили свои результаты за 1-е полугодие 2008 по РСБУ. Эта отчетность вполне репрезентативна для целей кредитного анализа, т.к. у компаний нет значимых «дочек» с точки зрения активов, обязательств и денежных потоков.

Все рассматриваемые компании демонстрируют рост выручки на 20-30%. Это связано как с ростом цен на продукцию (ПВХ, полиэтилен, полиамид), так и с ростом объемов производства. Однако в части динамики рентабельности и долговой нагрузки результаты НКНХ, КуАза и КОСа отличаются весьма заметно.

Самые хорошие результаты продемонстрировал КуйбышевАзот. Продажи компании в 1-м полугодии возросли до 10.6 млрд. руб. (+26.5%), при этом за счет увеличения производства высокомаржинальной продукции (полиамида и капролактама) рентабельность по EBITDA увеличилась на 7 пп и достигла 28.5%. Среди рассматриваемых компаний КуйбышевАзот демонстрирует самые высокие показатели операционной рентабельности. В сочетании с умеренной инвестиционной политикой такие результаты привели к снижению соотношения «Чистый долг/EBITDA годовая» до комфортного уровня 1.1x (против 1.6x в 2007 г.)

Результаты НКНХ в целом нейтральны – показатели рентабельности изменились незначительно. Позитивным моментом является динамичный рост выручки – по сравнению с 1-м полугодием 2007 г.

выручка компании увеличилась на 32% до 38 млрд. руб. Долговая нагрузка НКНХ не вызывает у нас беспокойства, уже на протяжении длительного времени соотношение «Долг/EBITDA» не превышает 1.5х. Однако нам хотелось бы напомнить, что риском для кредиторов НКНХ остается амбициозная инвестиционная программа компании (около 5 млрд. долл.), в отношении которой пока сохраняется неопределенность (см. наш комментарий от 17 июля).

Итоги работы Казаньоргсинтеза в 1-м полугодии стали для нас неприятным сюрпризом. Похоже, воспользоваться позитивной конъюнктурой цен на нефтехимическую продукцию компания почему-то не смогла – выручка КОСа увеличилась лишь пропорционально росту объема реализации (порядка 19-20%). Это достаточно странно. При этом рост себестоимости составил 40% (компания объясняет это ростом цен на основное сырье, а также увеличением затрат на энергию). Все это в итоге привело к значительному ухудшению рентабельности. Показатель «EBITDA margin» снизился до 14.5%, в то время как по итогам 1-й половины 2007 г. этот индикатор был на уровне 27.2%.

На фоне резкого сокращения операционной прибыли долговая нагрузка Казаньоргсинтеза значительно возросла и по итогам отчетного периода составила 6.9х в терминах «Чистый долг/EBITDA годовая». Учитывая, что КОС продолжает реализовывать достаточно масштабную инвестпрограмму, а его основной акционер (ТАИФ) «держит в голове» еще более крупные проекты (3.5 млрд. долл. на ближайшие 8 лет), поводов для беспокойства у кредиторов достаточно.

Напомним, что весной компания согласовала со своими кредиторами изменение ковенанты выпуска еврооблигаций, ограничивавшей показатель «Долг/EBITDA», с 4х до 6х на период до 30 июня 2009 г. С учетом данных промежуточной российской отчетности, и новый уровень уже не выглядит для КОСа «недостижимым». Кредитные рейтинги КОСа имеют «Негативный» прогноз и от S&P, и от Fitch.

Мы полагаем, что облигации НКНХ не отреагируют на результаты отчетности. Несмотря на отличные итоги, реакции в выпуске КуйбышевАзот-2 с дюрацией более 2-х лет мы также не ожидаем. А вот в выпуске еврооблигаций KZOSRU 11 (9.7%) вполне может начаться расширение спредов. Судя по последним публикациям в газетах, сделка по продаже Казаньоргсинтеза Газпрому и/или Сибуру пока не согласована, поэтому с этого «фронта» поддержки еврооблигациям КОСа тоже ожидать не приходится.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	Казаньоргсинтез			КуйбышевАзот			НКНХ		
	2007 г.	1П2008 г.	изменение к 1П2007 г.	2007 г.	1П2008 г.	изменение к 1П2007 г.	2007 г.	1П2008 г.	изменение к 1П2007 г.
Выручка	21 456	12 392	+18.9%	17 213	10 635	+26.5%	58 726	37 954	+31.7%
EBITDA	4 884	1 802	(36.5%)	3 672	3 027	+67.6%	8 857	6 350	+30.5%
Чистая прибыль	2 604	552.4	(69.3%)	1 978	1 908	+85.8%	4 096	3 660	+53.9%
Чистый долг	20 446	24 907		5 816	6 711		13 552	15 916	
Собственный капитал	13 100	12 878		7 365	9 025		28 240	30 671	
Активы	38 659	42 180		15 612	18 186		50 572	57 466	
Ключевые показатели									
Рентабельность EBITDA	22.8%	14.5%	(12.7 п.п.)	21.3%	28.5%	+7.0 п.п.	15.1%	16.7%	(0.1 п.п.)
Чистый долг/EBITDA	4.2х	6.9х		1.6х	1.1х		1.5х	1.3х	
Чистый долг/Собственный капитал	1.6х	1.9х		0.8х	0.7х		0.5х	0.5х	

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	

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

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kuchеров@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.