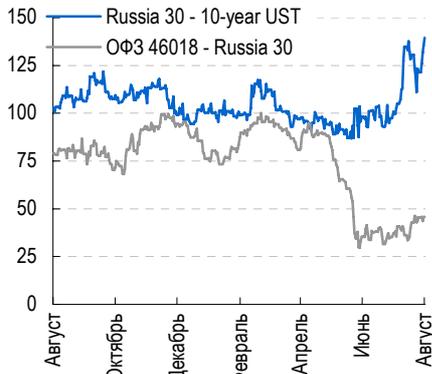
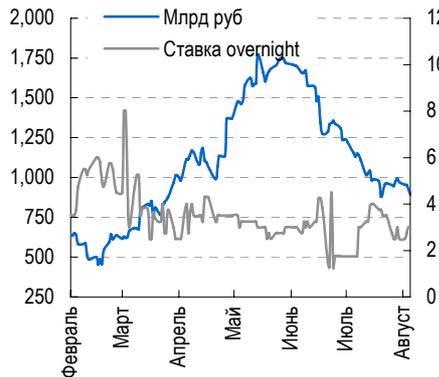


четверг, 16 августа 2007 г.

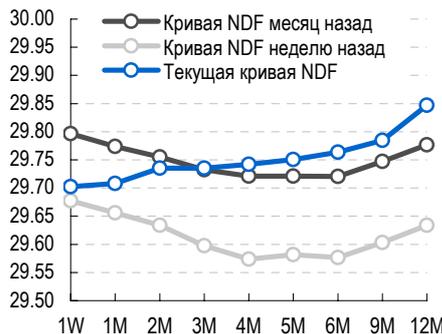
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

16 авг	Размещение руб.обл. БананаМама-2
20 авг	Уплата НДС
20 авг	Индекс ведущих индикаторов в США
24 авг	Цифры по первичному рынку жилья
27 авг	Уплата акцизов, НДС
27 авг	Цифры по вторичному рынку жилья
28 авг	Уплата налога на прибыль
31 авг	Платежи за пользование недрами

Рынок еврооблигаций

- «Бегство в качество» продолжается. Спрэд **RUSSIA 30** приблизился к 140бп и может продолжить расширение. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Относительно успешное размещение **ОФЗ** стало неожиданностью на фоне резкого роста overnight и ставок **NDF**, продаж в 1-м эшелоне и первых с марта операций **РЕПО** с ЦБ (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Результаты распределительных электросетевых компаний по РСБУ за 1-е полугодие выглядят неплохо. Комментарии по **МОЭСК**, **Ленэнерго**, **Тюменьэнерго**, **Пермьэнерго**, **ЕЭСК**, **Челябэнерго**. (стр. 3).
- Свободный Сокол (NR)**: умеренно-позитивные итоги 1-го полугодия (стр. 4).
- КуйбышевАзот (NR)**: очень хорошие результаты (стр. 4)

Вкратце: Вчера прошла телеконференция, посвященная казахстанским банкам. В нем приняли участие главы Национального банка и Агентства по финансовому надзору Республики Казахстан – двух ключевых органов, регулирующих банковский сектор страны. Конференц-колл, организованный одним из международных инвестбанков, имел своей целью как-то успокоить инвесторов. Участники рынка всерьез напуганы возросшими на международных рынках рисками рефинансирования, которым так подвержены казахстанские банки, а также по-прежнему агрессивными темпами роста сектора. Длинных выпуски некоторых банков сейчас торгуются по ценам ниже 90.0% от номинала. В ходе вчерашней беседы регуляторы сказали все «правильные слова» относительно поддержки банковской системы в стресс-сценарии, ограничений активности банков на внешнем долговом рынке и развитию внутреннего финансового рынка. Мы предполагаем, что заявления регуляторов окажут определенную поддержку рынку казахстанских еврооблигаций.

Вкратце: Генпрокуратура задержала президента компании Протек (NR) В. Смердова в связи с изменением его статуса со свидетеля на подозреваемого по делу о коррупции в ФОМС (Источник: Коммерсантъ). Новость может спровоцировать сокращение торговых лимитов на компанию и продажи в облигациях Протек-Финанс-1.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.73	0	-0.31	+0.03
EMBI+ Spread, бп	228	+13	+59	+59
EMBI+ Russia Spread, бп	130	0	+33	+34
Russia 30 Yield, %	6.08	+0.04	+0.03	+0.43
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	+0.06	+0.12	+0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	399.8	-24.3	-43.6	-266.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	491.9	-13.3	-197.2	+377.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.08	+0.62	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	-0.01	-0.15	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	71.6	+1.1	-5.7	+10.9
Индекс РТС	1887	-39	-180	-23

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки US Treasuries показали волатильность в ходе вчерашних торгов, но по итогам дня почти не изменились. Доходность **10-летних UST** осталась на уровне 4.72%. Правда, сегодня утром в ходе азиатской сессии из-за резкого снижения местных фондовых индексов тенденция «бегства к качеству» продолжилась, и доходность **UST10** опустилась до 4.69%. Опубликованная в США статистика носила смешанный характер. Инфляционные цифры (**CPI**) соответствовали консенсус-прогнозам, промышленный индекс **Empire Manufacturing** вырос сильнее ожиданий, а отчет по рынку жилья оказался слабым. Правда, приятно удивило увеличившееся количество заявок на ипотеку.

В сегменте **Emerging Markets** активизируются продажи. Спрэд **EMBI+** в среду расширился до 228бп (+13бп за день!). Сильнее всего пострадали облигации Венесуэлы – наиболее длинный выпуск **VENZ 34** (YTM 9.28%) потерял 4п.п. Вчера многие аналитики ведущих инвестиционных банков повысили свои прогнозы по расширению спрэдов EM к концу года, отметив, что меньше всего пострадают от кризиса облигации стран с мощными валютными резервами (Россия, Бразилия, Мексика).

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.08%) вчера снизились на 1/4 до 109 3/4 - 109 7/8. Спрэд к **UST10** приближается к 140бп. На корпоративном рынке котировки наиболее ликвидных облигаций в среднем снизились на 1/4 – 1/2. В банковских облигациях все чаще видны котировки на уровнях 95-96% от номинала.

Повторяем, что в этой ситуации наиболее устойчивым к кризису был бы портфель коротких российских корпоративных еврооблигаций.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки рублевых облигаций вчера синхронно снизились в среднем на 30-50бп. Основные продажи прошли в госбумагах и 1-м эшелоне. Сильнее всего пострадали длинные выпуски АИЖК, которые потеряли в цене почти 1.5пп. Не устояли и наиболее ликвидные выпуски 2-го эшелона.

Несмотря на «оптически» благополучный объем рублевой ликвидности в банковской системе (около 900 млрд. руб.), вчера ставки денежного рынка выросли до 6.5-7.5%, и впервые с марта банки обратились к инструменту прямого **РЕПО** с ЦБ (22 млрд. рублей).

Причины роста ставок состоят в том, что 1) нерезиденты начали частичный вывод средств с российского рынка; 2) мы вступили в период налоговых выплат (вчера ЕСН и акцизы, в следующий понедельник – НДС) и 3) рублевая ликвидность крайне неравномерно распределена по банковской системе (основными держателями являются госбанки).

Как мы отмечали в нашем специальном обзоре от 19 июля, продолжительный период низких ставок на денежном рынке привел к заметному увеличению позиций с использованием кредитного плеча, которые могут начать «разворачиваться» по мере роста ставок и падения котировок, усиливая негативный тренд. Мы бы также хотели обратить внимание, что из-за резко выросших вчера долгосрочных процентных ставок существенно изменилась форма кривой **NDF** (см. первую страницу), которая больше не указывает на ожидания укрепления рубля относительно бивалютной корзины в ближайшие 6 месяцев.

Похоже, что до конца месяца настроение на рублевом долговом рынке будет достаточно негативным. Вместе с тем, падение рынка не будет бесконечным – своеобразным «якорем», который не позволит упасть слишком глубоко, является ставка однодневного РЕПО ЦБ (6.00%). При приближении доходностей длинных ОФЗ к 7.00% их котировки с высокой вероятностью стабилизируются.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

Средневзвешенная доходность на вчерашнем размещении **ОФЗ 46021** сложилась на уровне 6.48% (+2-4bp ко вторичному рынку), оправдав наши ожидания. Несколько неожиданным стал большой объем размещения (19.9 из 20 млрд. руб.).

Вчера на уровне 5% были установлены купоны до погашения по выпуску **Отечественные лекарства-2** (УТР 10.26%). Похоже, эмитент решил забрать заем с рынка в рамках оферты 24 августа.

Распределительные энергокомпании: результаты за 1-е полугодие

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Мы взглянули на опубликованные недавно результаты распределительных сетевых компаний (РСК) по РСБУ за 1-е полугодие. Учитывая простую юридическую структуру этих компаний, российская отчетность дает вполне адекватное представление об их финансовом положении.

Благоприятные изменения тарифного регулирования позволили всем РСК увеличить выручку – рост к аналогичному периоду прошлого года составил от 13% в Тюменьэнерго до 67% в Челябинэнерго. Показатели операционной рентабельности выглядят неплохо по сравнению с цифрами за 2006 г. Только Тюменьэнерго и МОЭСК продемонстрировали снижение EBITDA margin (см. табл.).

Все распределительные компании приступили к реализации инвестиционных программ, поэтому мы наблюдаем увеличение объема долга. Вместе с тем, показатели покрытия долга пока выглядят вполне прилично – соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» выше всего у Ленэнерго (2.0x).

В дальнейшем мы ожидаем продолжения тенденции роста долговой нагрузки. Однако этот рост вряд ли будет драматичным – важным источником финансирования инвестпрограмм РСК будут тарифы, а в ряде случаев – и допэмиссии акций.

В сегменте облигаций РСК нам по-прежнему больше всего нравится выпуск ЕЭСК (8.48%), который выглядит недооцененным по сравнению с облигациями других распределительных компаний, доходности которых находятся в диапазоне 7.8-8.15%.

Ключевые финансовые показатели распределительных электросетевых компаний, РСБУ

Млн. руб.	МОЭСК		Ленэнерго		Пермэнерго		ЕЭСК		Тюменьэнерго		Челябинэнерго	
	2006	1П2007	2006	1П2007	2006	1П2007	2006	1П2007	2006	1П2007	2006	1П2007
Выручка	25 447	16 234	10 510	6 744	7 278	4 434	5074	4 139	24 193	13 810	5 319	4 413
ЕБИТДА	9 031	4 464	1 926	1 515	1 190	786	674	677	3 938	1 976	771	946
Чистая прибыль	3 735	2 744	424	(53)	690	312	175	3 01	1 739	665	-	435
Финансовый долг	6 404	10 905	4 564	6 149	450	1 157	108	1 030	129	2 807	369	800
Собственный капитал	44 094	45 038	30 508	30 455	7 045	7 218	2919	3 426	30 722	31 047	6 766	7 201
Ключевые показатели												
Рентабельность ЕБИТДА	35.5%	27.5%	18.3%	22.5%	16.3%	17.7%	13%	16%	16%	14.3%	14.5%	21%
Долг/ЕБИТДА	0.7	1.2	2.4	2.0	0.4	0.74	0.2	0.76	0.03	0.71	0.48	0.42
Долг/Собственный капитал	0.14	0.24	0.15	0.20	0.06	0.16	0.04	0.3	0.00	0.09	0.05	0.11

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

Свободный Сокол (NR): умеренно-позитивные итоги 1-го полугодия

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

Отчетность Липецкого металлургического завода «Свободный Сокол» по РСБУ за 1-е полугодие производит достаточно благоприятное впечатление – компания продемонстрировала рост выручки (+38% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.) и операционной рентабельности (EBITDA margin + 2.2пп). Насколько мы понимаем, эти результаты стали возможны благодаря улучшению конъюнктуры цен на чугун (основной продукт завода), а также увеличению доли продукции с высокой добавленной стоимостью (трубы).

Вместе с тем, на фоне роста объема заимствований показатели покрытия долга и процентов операционной прибылью улучшились несущественно, и по-прежнему находятся в «опасной зоне» (см. табл.).

По нашему мнению, доходность облигаций Свободного Сокола (11.86%) более-менее адекватна кредитному профилю компании.

Ключевые финансовые показатели ЛМЗ «Свободный Сокол», РСБУ

млн. руб.	2006	1П2007
Выручка	5 818	3 447
ЕБИТДА	501	374
Чистая прибыль	53	77
Финансовый долг	2 653	3 819
Чистый финансовый долг	2 637	3 618
Собственный капитал	1 748	1 847
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	8.6%	10.8%
ЕБИТДА/проценты (x)	1.8	2.0
Чистый финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.3	5.1
Чистый финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.5	2.0

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка;

КуйбышевАзот (NR): сильные результаты за 1-е полугодие

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

Результаты КуйбышевАзота за 1-е полугодие 2007 г. выглядят очень впечатляюще на фоне достаточно скромных цифр за 2006 г. Напомним, что в прошлом году у компании были определенные проблемы с поставками сырья.

В 2007 г. на КуйбышевАзоте были введены дополнительные мощности по производству полиамида, что позволило увеличить выпуск. В сочетании с благоприятной рыночной конъюнктурой на нефтехимическую продукцию, это позволило компании значительно увеличить выручку (+32.7% к 1-му полугодю 2006 г.) и операционную рентабельность. Чистая прибыль за январь-июнь 2007 г. почти вдвое превысила результат за весь 2006 г. Сходную динамику мы наблюдаем и у других российских нефтехимических компаний.

Рост операционной прибыли при незначительном увеличении объема долга привел к резкому улучшению показателей покрытия долга (см. табл.).

Помимо улучшения финансового профиля, позитивное влияние на кредитоспособность КуйбышевАзота оказывает ожидаемое вхождение в состав акционеров компании Международной Финансовой Корпорации (IFC).

В текущих рыночных условиях мы не видим потенциала сужения спреда в облигациях КуйбышевАзота (8.6% к погашению в 2011 г.).

Ключевые финансовые показатели ОАО «КуйбышевАзот», РСБУ		
млн. руб.	2006	1П2007
Выручка	12 730	8 408
ЕВITDA	1 222	1 866
Чистая прибыль	586	1 027
Финансовый долг	5 775	5 897
Чистый финансовый долг	5 241	5 452
Собственный капитал	5 750	6 537
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕВITDA (%)	9.6%	22.2%
ЕВITDA/проценты (x)	3.2	7.4
Чистый финансовый долг/ ЕВITDA annualized (x)	4.3	1.6
Чистый финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.9	0.8

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента 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

Анализ рынка облигаций

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

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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, опубликовать, 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.