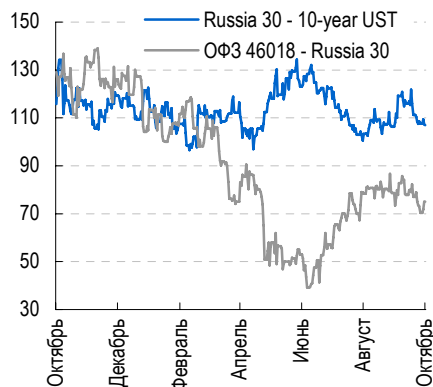


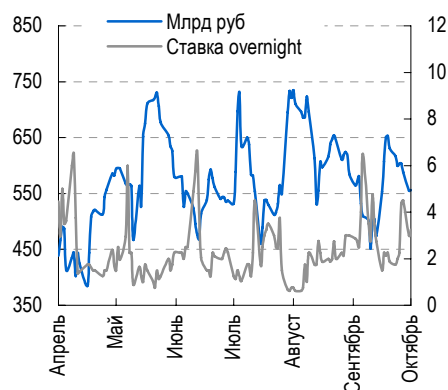
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 18 октября 2006 г.

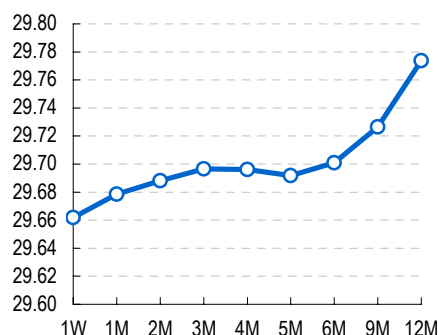
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро



Календарь событий

18 октября	В США публикуются CPI, Housing starts
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.
Октябрь	Рoad-шоу КЗОС, Дон-Строй
Октябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Газпром, Зенит

Рынок еврооблигаций

- Вышедшая статистика оставила доходности **US Treasuries** неизменными. Сегодня CPI
- Выпуск **Russia 30** сократил спрэд к UST. В корпоративках оживление. Озвученный price-talk по **Казаньоргсинтезу** выглядит очень привлекательно, предлагая хорошую премию к выпуску «старшего брата» НКНХ (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Ситуация с рублевой ликвидностью нормализуется и без интервенций ЦБ. Появился уверенный спрос в 1-м эшелоне
- По **ОФЗ 25059** сколь-нибудь значительной премии не ждем. Выпуск **ХКФ** интересен (стр.2)

Новости и идеи

- Кредитный комментарий: ХКФ Банк (ВаЗ/В).** Банк пока не смог продемонстрировать, что контролирует уровень просрочки. Ключевым фактором остается поддержка PPF Group, но и она не безгранична. Тем не менее, мы полагаем, что банку удастся улучшить результаты, в т.ч. за счет смещения в сегмент карточных кредитов. Мы считаем, что новый выпуск интересен, т.к. из-за временных проблем банк предложит инвесторам высокую доходность.
- Группа **Черкизово (NR)** отчиталась за 1-е полугодие. Мы ожидаем, что результаты второго полугодия будут сильнее, в т.ч. из-за сезонности потребления мяса и гос.субсидий, поступающих в конце года.
- Вкратце: Moody's** присвоило **ОГК-5** рейтинг «ВаЗ/Стабильный». Данный рейтинг включает в себя 1 ступень за «фактор господдержки», на которую, по мнению агентства, может рассчитывать компания. При этом агентство предупреждает, что по мере выделения ОГК-5 из РАО ЕЭС и уменьшения госдоли вероятность господдержки может снизиться.
- Вкратце: Собрание акционеров Пятерочки** одобрило смену названия на «Х5», а также выкуп с рынка около 10% своих акций в течение ближайших 1.5 лет для опционных программ поощрения менеджмента. Исходя из текущих котировок это может стоить компании около US\$500 млн. Одним из основных источников финансирования выкупа, насколько мы понимаем, будут новые заимствования.
- Вкратце: Лукойл (Ваа2/ВВ+/ВВВ-)** принял решение о размещении двух облигационных займов объемом 6 и 8 млрд. рублей сроком на 5 и 7 лет. На наш взгляд, учитывая дефицит эмитентов первого эшелона, данные выпуски вызовут большой интерес.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Изменение			
	Закрытие	1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.77	-0.01	-0.04	+0.38
EMBI+ Spread, бп	188	+2	-4	-57
EMBI+ Russia Spread, бп	106	-1	+2	-12
Russia 30 Yield, %	5.84	-0.03	-0.05	+0.30
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	0	-0.03	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	383	+2.9	+50.1	-107.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	197.1	+21.0	-34.8	+82.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	25.6	-	-	-
Overnight RUR, %	3	-1.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	0	+0.01	-1.19
Нефть (брент), USD/барр.	60.9	+1.0	-3.1	+2.9
Индекс РТС	1609	-3	+42	+487

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчера в США вышли данные по индексу цен производителей и промышленному производству. Статистика указывала на то, что экономический рост плавно замедляется, а инфляция находится под контролем. После выхода публикаций котировки **US Treasuries** пошли вверх. Оптимизма инвесторам добавили данные по объему чистых вложений иностранцев в американские активы, которые составили рекордные \$116.8 млрд. Однако, в конце дня вышли данные по рынку жилья, указывающие на некоторое оживление в жилищном строительстве. В итоге, по итогам вторника доходности UST10 (YTM 4.77%) и UST2 (YTM 4.84%) практически не изменились.

Мы полагаем, что сегодня активность на рынке US Treasuries будет невысокой до выхода данных по индексу потребительских цен (CPI). При этом в течение первой половины дня котировки UST могут несколько вырасти, в особенности если инвесторы сочтут вчерашнюю реакцию на статистику по рынку жилья слишком эмоциональной.

Котировки **Russia 30** вчера подросли на ¼ до 111 3/8 (YTM 5.84%), а спрэд к UST сократился на 36п до 1076п. Поддержку российскому сегменту оказывает возобновившийся рост цен на нефть. В целом же спрэд EMBI+ вчера расширился на 26п до 1886п.

В корпоративном сегменте появился спрос на длинные выпуски. Лидерами роста оказались облигации **Evrz 2015** и **Severstal 2014**, котировки которых выросли почти на 1/2. Рост котировок был также отмечен в выпусках **Газпрома** и **Сбербанка**.

На этой неделе должно завершиться размещение 5-летних еврооблигаций **Казаньоргсинтеза** (NR/B-/B) на сумму до USD200 млн. Озвученный вчера price-talk на уровне 9.25%, на наш взгляд, делает выпуск очень привлекательным. Сейчас на рынке обращаются облигации «старшего брата» Казаньоргсинтеза – Нижнекамскнефтехима (B2/NR/B+). Компании имеют практически идентичную структуру акционеров, работают в одной и той же индустрии и одном и том же регионе. Доходность в 9.25% по выпуску КОСа предполагает премию около 1006п к выпуску **NKNK 2015_10** (УТР к ofercie в 2010 г. 8.25%). На наш взгляд, справедливый размер премии за более слабый кредитный профиль и более низкие рейтинги не превышает 60-706п.

Рынок рублевых облигаций

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

Настроение инвесторов в рублевых облигациях становится более оптимистичным. Этому способствует относительная стабильность на внешнем рынке, а также улучшение ситуации с ликвидностью. Сегодня утром сумма депозитов и остатков на корсчетах выросла почти на 24 млрд. руб. и достигла 580 млрд. руб. При этом ЦБ, по нашим оценкам, все еще удастся избежать валютных интервенций (уровень его бида по корзине пока не достигнут), а притоку ликвидности мы обязаны, по всей видимости, бюджетным расходам. Ставки МБК стабилизировались на уровне 2.5-2.75%.

Котировки **ОФЗ** вчера практически не изменились. В корпоративном секторе появился спрос на облигации 1-го эшелона. На 5-106п выросли котировки облигаций **ФСК, Москвы, Газпрома, РЖД, Россельхозбанк-2**. Также спрос был отмечен на облигации 2-3 эшелона – **Мечел, Русснефть, Аптека 36.6**.

Сегодня пройдет аукцион по доразмещению **ОФЗ 25059** (YTM 6.28%) в объеме 11 млрд. руб. Учитывая относительно благоприятную конъюнктуру, мы ожидаем, что спрос будет достаточно высоким, а размещение пройдет без сколь-нибудь существенной премии к рынку. В любом случае, итоги аукциона определят направление движения рынка по меньшей мере до выхода статистики в США.

ХКФ Банк (ВаЗ/В): кредитный комментарий

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

Сегодня ХКФ размещает свою очередную эмиссию облигаций объемом 3 млрд. руб. с офертой через 2 года. Банк размещает эмиссию в трудный для себя момент - уже достаточно продолжительное время ХКФ не может справиться с ростом просрочки, уровень которой в кредитном портфеле на конец июня 2006 г. составил почти 16%.

Показательным стало и сокращение активов в 1-м полугодии (-7%). Учитывая быстрый рост сегмента, в котором оперирует банк, сокращение активов, на наш взгляд, означает, что у банка нет уверенности в эффективности работающих технологий, и было принято решение взять паузу для серьезной ревизии бизнес-процессов перед высоким сезоном.

Ключевым фактором поддержки банка остается поддержка чешского акционера – Группе PPF, выражающаяся в очень комфортном уровне капитализации банка (TCAR 32% на 30 июня) и регулярных свежих инъекциях в акционерный капитал. Правда, акционер уже положил в капитал банка USD350 млн. Учитывая финансовые результаты группы PPF, по нашим оценкам, ей будет сложно найти, скажем, еще USD400-500 млн. в случае, если активы банка вырастут, а качество кредитного портфеля продолжит ухудшаться.

На фоне слабых результатов банка спрэды по облигациям ХКФ за последние месяцы заметно расширились. Размещенные с купонами 8.50% и 8.25% короткие выпуски ХКФ-2 и ХКФ-3 торгуются сейчас с доходностью около 9.50%. В связи с этим, на наш взгляд, купон по новому выпуску сложится в диапазоне 9.5%-10.00%.

Ключевые финансовые показатели ХКФБ

МСФО, млн. RUR	2004	2005	6м. 2006
Чистый процентный доход	2,541	5,654	3,718
Комиссионный доход	911	1,033	292
Чистая прибыль	407	309	111
Кредиты и займы, нетто	18,371	25,632	24,705
Собственный капитал	2,768	8,557	9,306
Активы	25,829	39,354	36,501
Provisioning ratio	6.0%	12.9%	15.6%
Total capital adequacy ratio	20.9%	32.2%	31.9%

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

На наш взгляд, для инвесторов сегодняшнее размещение может стать хорошей инвестиционной возможностью – инвесторы могут воспользоваться временной слабостью банка и получить высокую доходность. При этом мы полагаем, что ХКФ все же удастся переломить негативную тенденцию и улучшить показатели качества кредитного портфеля и рентабельности. Этому должна способствовать и стратегия банка по увеличению доли менее рискованных револьверных кредитов, выданных по кредитным картам.

Группа Черкизово (NR) отчиталась за 6 мес.; 2-е полугодие должно быть лучше

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

ОАО «Группа Черкизово» – крупнейший межрегиональный агропромышленный комплекс по мясопереработке – вчера опубликовала промежуточные данные финансовой отчетности за 6 месяцев 2006 г. По сравнению с аналогичным периодом 2005 г. выручка выросла 9%, EBITDA – на 22.1%, чистая прибыль – на 32.1%.

Валовая рентабельность и рентабельность по EBITDA увеличилась по всем трем сегментам, причем по разным причинам. В основной части бизнеса – мясопереработке – рост произошел благодаря увеличению доли более маржинальных продуктов и развитию собственных торговых домов. В птицеводстве – благодаря росту объемов выпуска и экономии на масштабах. В свиноводстве – за счет модернизации и расширения мощностей. Два последних направления, вероятно, будут являться основными моторами роста в среднесрочной перспективе, поскольку группа активно инвестирует в их развитие. В частности строятся крупные свинопольные комплексы в Тамбовской и Липецкой областях. В первом полугодии валовая маржа в сегменте свиноводства составила 37%, в птицеводстве – 32%, а в мясопереработке – лишь 17%.

Успешное IPO позволило почти в 3.5 раз увеличить собственный капитал. С выпуском акций и 3-летних облигаций значительно улучшилась структура баланса – доля долгосрочного капитала (долгосрочный долг и акционерный капитал) выросла с 54% до 72%. Соотношение капитала и долга после IPO стало значительно более консервативным – 0.8х против 0.3х на начало 2006 г.

Соотношение «Долг/EBITDA годовая» выросло с 3.6х до 4.6х, при этом соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» снизилось с 3.5х до 2.9х – компания, по всей видимости, еще не успела потратить денежные средства, привлеченные в ходе IPO. Показатель «EBITDA/проценты» уменьшился с 4.2х до 2.4х. Напомним, что Черкизово как с/х производитель получает субсидии, компенсирующие 2/3 процентных расходов компании. Такие субсидии, насколько мы понимаем, поступают в конце года.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Группа Черкизово»

Млн. USD, US GAAP	2005	6 мес. 2006	6 мес. 06/6 мес.05
Выручка	546.2	283.4	9.0%
Валовая прибыль	125.2	62.9	21.4%
EBITDA	66.1	30.4	22.1%
Чистая прибыль	17.1	3.7	32.1%
Финансовый долг	235.3	280.5	н.д.
Чистый долг	230.1	176.3	н.д.
Собственный капитал	62.5	216.4	н.д.
Активы	423.8	599.1	н.д.
Ключевые показатели			
Валовая рентабельность	22.9%	22.2%	
EBITDA margin (%)	12.1%	10.7%	--
EBITDA/проценты (х)	4.2	2.4	--
Финансовый долг/EBITDA годовая (х)	3.6	4.6	--
Чистый долг/EBITDA годовая	3.5	2.9	--
Финансовый долг/Собственный капитал	0.3	0.8	--

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

В связи с ожидаемым сезонным ростом потребления мяса во 2-м полугодии, мы прогнозируем еще более ощутимый рост выручки и операционной прибыли компании в июле-декабре. Мы также ожидаем улучшения показателей покрытия долга и процентных платежей.

Выпуск облигаций Черкизово-1 сейчас торгуется чуть ниже номинала с доходностью 9.08% к оферте через 3 года, предлагая премию в почти 100бп к кривой доходности облигаций, образуемой выпусками таких пищевых компаний как Балтика, Сан Интербрю и ВБД. На наш взгляд, в случае, если Черкизово получит кредитные рейтинги и продемонстрирует успехи в реализации намеченной стратегии роста, данный спред может сузиться до 50-70бп.

В то же время, учитывая фрагментированность сектора, у компании достаточно высок соблазн стать одним из центров консолидации, осуществив поглощения более мелких игроков. В случае, если компания поддастся этому соблазну, долговая нагрузка компании может значительно вырасти.



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
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

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.Bogaty@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.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

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.