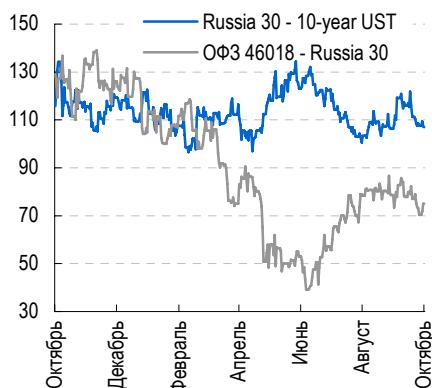


## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 18 октября 2006 г.

## Спред Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Рынок еврооблигаций

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

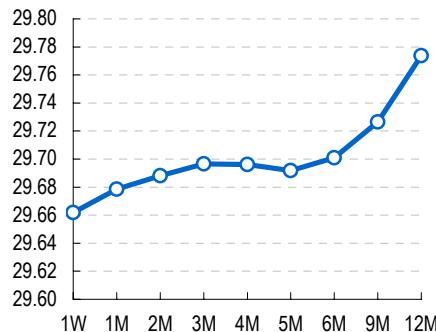
- Кредитный комментарий:** ХКФ Банк (Ba3/B). Банк пока не смог продемонстрировать, что контролирует уровень просрочки. Ключевым фактором остается поддержка PPF Group, но и она небезгранична. Тем не менее, мы полагаем, что банку удастся улучшить результаты, в т.ч. за счет смещения в сегмент карточных 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 «Ba3/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 (Baa2/BB+/BBB-) принял решение о размещении двух облигационных заемов объеме 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 (бrent), USD/барр.	60.9	+1.0	-3.1	+2.9
Индекс РТС	1609	-3	+42	+487

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## 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. ХКФ
19 октября	Размещение рубл.обл. Единая Европа
23 октября	Размещение рубл. обл. ПФГ
25 октября	Размещение рубл. обл. Белгор. Обл.
Октябрь	Роад-шоу КЗОС, Дон-Строй
Октябрь	Роад-шоу Сбербанк, Газпром, Зенит

## Рынок еврооблигаций

*Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto: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 спред к UST сократился на 3бп до 107бп. Поддержку российскому сегменту оказывает возобновившийся рост цен на нефть. В целом же спред EMBI+ вчера расширился на 2бп до 188бп.

В корпоративном сегменте появился спрос на длинные выпуски. Лидерами роста оказались облигации **Evraz 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 100бп к выпуску **NKNK 2015\_10** (YTP к оферте в 2010 г. 8.25%). На наш взгляд, справедливый размер премии за более слабый кредитный профиль и более низкие рейтинги не превышает 60-70бп.

## Рынок рублевых облигаций

*Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto: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 удается избегать 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 5-10бп 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 (Ва3/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, выражаясь в очень комфорtnом 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 спреды по облигациям ХКФ за последние месяцы заметно расширились. Размещенные с купонами 8.50% и 8.25% короткие выпуски ХКФ-2 и ХКФ-3 торгаются 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 ХКФ

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](mailto: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 свинокомплексы 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 – 0.8x против 0.3x на начало 2006 г.

Соотношение «Долг/EBITDA годовая» выросло с 3.6x до 4.6x, при этом соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» снизилось с 3.5x до 2.9x – компания, по всей видимости, еще не успела потратить денежные средства, привлеченные в ходе IPO. Показатель «EBITDA/проценты» уменьшился с 4.2x до 2.4x. 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.
<b>Ключевые показатели</b>			
Валовая рентабельность	22.9%	22.2%	
EBITDA margin (%)	12.1%	10.7%	--
EBITDA/проценты (x)	4.2	2.4	--
Финансовый долг/EBITDA годовая (x)	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 поддается 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 Крутъ	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжия	+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

### Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyj@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

### Металургия

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

Наташ 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.Iskyan@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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.