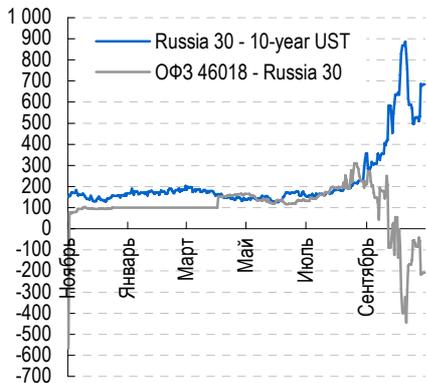
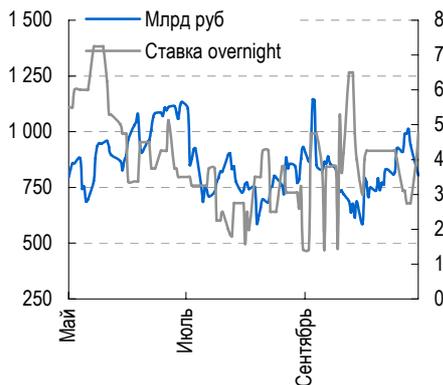


вторник, 18 ноября 2008 г.

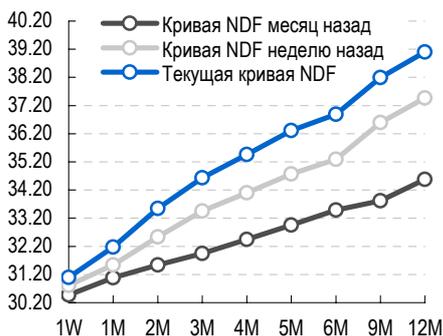
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

18 ноя	Индекс цен производителей PPI (октябрь)
19 ноя	Индекс потребительских цен CPI (октябрь)
19 ноя	Статистика по перв. рынку жилья в США
19 ноя	Размещение руб. обл. РЖД-9
20 ноя	Индекс Philadelphia Fed.
20 ноя	Индекс Leading Indicators
24 ноя	Статистика по втор. рынку жилья в США
25 ноя	ВВП США за 3 кв. 2008г.

Рынок еврооблигаций

■ Чуда не произошло. Рынки уже забыли про **саммит G20** и сфокусировались на слабых макро- и корпоративных новостях.

■ **Emerging Markets** вновь расширили спрэды (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

■ Дефицит рублевой ликвидности вчера обострился; **ЦБ** вчера потратил не так много резервов

■ На вторичном рынке без изменений (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

■ **КОС (NR/CCC+/CCC-), НКНХ (B1/NR/B+) и Куйбышевазот (NR): итоги 3-го квартала по РСБУ** (стр. 4)

■ **УМПО (NR) и НПО Сатурн (NR): без помощи государства уже не обойтись** (стр. 5)

■ **Основной владелец Седьмого континента (NR), получивший margin call по кредиту под залог акций, может продать часть своего пакета.** Фонд BVCP уже проводит due diligence (Источник: Коммерсантъ). Безусловно, такая сделка была бы на руку кредиторам Седьмого континента – снижение долговой нагрузки на уровне акционера уменьшило бы риск вывода денег из компании через дивиденды или кредиты связанным сторонам. Однако пока учитывать это в цене облигаций преждевременно. Недавно Седьмой Континент получил кредиты от ВТБ и Росбанка на общую сумму почти 6.5 млрд. руб. На наш взгляд, это существенно снизило риск рефинансирования в отношении облигаций сети (73% к оферте в июне 2009 г).

■ **Северсталь (Ba2/BB/BB) может выплатить около 31 млрд. руб. в качестве дивидендов за 9 мес. 2008 г.** (Источники: Коммерсантъ, RBCDaily). По нашим оценкам, несмотря на столь высокий уровень дивидендных выплат, компания сохранит сравнительно низкую долговую нагрузку (Чистый долг/EBITDA в пределах 1x). В то же время, мы не исключаем, что в текущих условиях «повышенной чувствительности» такая дивидендная политика вызовет негативную реакцию рейтинговых агентств.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.65	-0.09	-0.28	-0.38
EMBI+ Spread, бп	675	+5	+46	+436
EMBI+ Russia Spread, бп	685	+38	+125	+538
Russia 30 Yield, %	11.09	+0.52	+0.80	+5.58
ОФЗ 46018 Yield, %	8.50	+0.01	-2.34	+2.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	510.8	+10.3	-95.8	-377.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	293.9	-44.3	+213.8	+179.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-122.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	22.67	+12.84	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.65	-0.04	+0.25	+0.92
Нефть (брент), USD/барр.	52.3	-1.9	-17.3	-41.6
Индекс РТС	606	-38	-62	-1685

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ЧУДА НЕ ПРОИЗОШЛО

Чуда не произошло. Саммит G20 ожидаемо не произвел никаких сенсаций и практически не повлиял на настроения инвесторов. Все внимание вчера переключилось на пессимистичные макроэкономические и корпоративные новости. А их было достаточно много. Во-первых, **Citigroup** объявила о намерении в ближайшие полгода уволить 50 тысяч сотрудников (в начале этого года своих рабочих мест в компании уже лишилось более 23 тысяч). Во-вторых, индекс **Empire Manufacturing** в ноябре установил новый исторический минимум в -25.46п. В третьих, **индекс доверия предпринимателей** во Франции в октябре упал до минимального значения за 21 год. Наконец, 3-месячный **LIBOR** продолжает расти третий день подряд, достигнув отметки 2.24%, что на 116п больше по сравнению с прошлой неделей.

На другой чаше весов вчера оказались октябрьские данные по **промышленному производству** в США (+1.3%, лучше прогнозов). Однако стоит отметить, что сентябрьские цифры были пересмотрены в худшую сторону: с -2.8% до -3.7%. Мы бы также хотели обратить ваше внимание на индекс **Baltic Dry** (отслеживает цены на морские перевозки в мире), график которого считается хорошим «зеркалом» мирового кризиса. После обвала более чем на 92% с мая этого года, его значение растет четвертый день подряд.



По итогам дня, мировые индексы акций, а за ними и доходности **US Treasuries**, в понедельник снизились: индекс **Dow Jones** упал на 2.63%; **10-летние UST** завершили день на уровне 3.65% (-96п). Из макроэкономической статистики сегодня публикуется **индекс цен производителей**.

UPDATE «ПЛАН ПОЛСОНА»

Вчера в интервью **The Wall Street Journal** министр финансов США Г.Полсон заявил, что финансовая система находится на пути к стабилизации, поэтому дополнительные траты в рамках оставшегося лимита по программе **TARP** пока не планируются. Напомним, что первый транш объемом 350 млрд. долл. был выделен в октябре, а для получения оставшейся половины необходимо одобрение **Конгресса США**. Из выделенных средств **Минфин** потратил уже порядка 148.6 млрд. долл. В основном – на рекапитализацию банков.

EMERGING MARKETS РАСШИРИЛИ СПРЭДЫ

На фоне снижения мировых индексов акций цены еврооблигаций EM также сползают вниз. Спрэд **EMBI+** расширился на 56п до 6756п. «Хуже рынка», к сожалению, выглядят российские евробонды. Котировки выпуска **RUSSIA30** (YTM 11.09%) упали на 2 1/4пп до 81 3/4пп, а спрэд расширился до 7446п (+606п). **5-летние CDS** на Россию вновь стоят выше 8006п. В корпоративном сегменте также преобладает снижение цен, покупателей практически нет. Некоторый интерес сохраняется лишь к самым коротким бумагам: например, вновь были отмечены покупки в **TRUBRU 09** (YTM 76.36%) и **TRUBRU 11** (YTM 51.18%)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: РУБЛЕЙ НЕ ХВАТАЕТ

Вчерашние налоговые выплаты обострили ситуацию на валютном и денежном рынках. Особенно это было заметно в утренние часы, когда ставки **overnight** доходили до 20-25%, а стоимость бивалютной корзины опускалась до 30.55 рублей (-15 копеек от «офера» ЦБ). Про астрономические ставки **NDF** (более 100%) написали даже газеты.

К концу дня, впрочем, все вернулось «на круги своя»: стоимость корзины выросла до 30.70 рублей, ставки опустились до 10-12%. На фоне дефицита ликвидности ЦБ вчера потратил не так много резервов: размер его валютных интервенций для поддержки рубля наши дилеры оценили в 700 млн. долл.

Дебютный 6-месячный беззалоговый аукцион оказался очень востребован, несмотря на довольно высокие ставки (отсечка была по 12.52%). ЦБ разместил 143.1 млрд. из предложенных 150 млрд. при спросе на уровне 394 млрд. рублей.

Сегодня пройдет 5-недельный аукцион в размере 300 млрд. рублей, однако соответствующие средства на счета банков поступят только завтра (вместе с деньгами от вчерашнего аукциона). Поэтому мы полагаем, что сегодня ситуация с ликвидностью, как минимум, не улучшится.

НА «ВТОРИЧКЕ» НИЧЕГО НОВОГО

Ситуация на долговом рынке вчера сколько-нибудь заметным образом не поменялась: в условиях очень низкой ликвидности рынка котировки большинства выпусков остались, в целом, около прежних уровней. Спроса либо нет, либо ценовые уровни не устраивают покупателей.

«Большой покупатель» в выпусках 1-го эшелона после непродолжительной паузы вновь вернулся на рынок, однако его «биды» опустились на 2-3пп по сравнению с тем, что мы видели на прошлой неделе.

Результаты нефтехимических компаний по РСБУ за 9 месяцев 2008 г.

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

Крупнейшие российские нефтехимические компании – Казаньоргсинтез (NR/CCC+/CCC), НКНХ (B1/NR/B+) и КуйбышевАзот (NR) – представили свои результаты за 9 месяцев 2008 по РСБУ. Эта отчетность вполне репрезентативна для целей кредитного анализа, т.к. у компаний нет значимых «дочек», и основные активы, обязательства и денежные потоки сконцентрированы непосредственно на них самих.

Благоприятная рыночная конъюнктура, в частности, рост спроса на продукты нефтепереработки (ПВХ, полиэтилен, полиамид), как и в 1-й половине 2008 г., способствует тому, что выручка рассматриваемых компаний продолжает увеличиваться.

Самые сильные результаты демонстрирует КуАз – растущая выручка, высокая рентабельность и низкая долговая нагрузка. Насколько мы понимаем, это следствие роста производства высокомаржинальной продукции (полиамида и капролактама), а также дисциплинированной финансовой политики.

Несколько слабее выглядит финансовый профиль предприятий, контролируемых группой ТАИФ, – Нижнекамскнефтехима и КОСа. Ситуацию с КОСом мы (а также рейтинговые агентства и другие аналитики) уже многократно обсуждали в последние дни – она действительно выглядит достаточно критической. Резкое снижение рентабельности в сочетании с инвестициями привело к росту долговой нагрузки до опасных уровней и увеличению риска нарушения ковенант в кредитных/облигационных соглашениях. На наш взгляд, КОСу будет тяжело самостоятельно справиться с управлением долгом. Мы надеемся, что компания будет «спасена» Татарстаном или группой Газпром (ключевой поставщик сырья).

Профиль НКНХ выглядит заметно устойчивее по сравнению с КОСом – в 3-м квартале Нижнекамскнефтехим сохранил высокие темпы выручки и лишь незначительно потерял в рентабельности. Однако отчетность НКНХ тоже «не идеальна». Компания весьма несвоевременно начала увеличивать объем долга, что, насколько мы понимаем, тоже связано с инвестициями в модернизацию и новое строительство. В 3-м квартале чистый долг НКНХ увеличился почти в полтора раза, что отразилось на ключевых показателях долговой нагрузки (см. табл.).

В текущих условиях мы воздерживаемся от рекомендаций по облигациям перечисленных компаний.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

млн. руб.	Казаньоргсинтез			КуйбышевАзот			НКНХ		
	2007 г.	1П2008 г.	9м2008 г.	2007 г.	1П2008 г.	9м2008 г.	2007 г.	1П2008 г.	9м2008 г.
Выручка	21 456	12 392	18 755	17 213	10 635	16 514	58 726	37 954	57 891
ЕБИТДА	4 884	1 802	2 758	3 672	3 027	4 745	8 857	6 350	8 892
Чистая прибыль	2 604	552.4	1.6	1 978	1 908	2 998	4 096	3 660	4 137
Чистый долг	20 446	24 907	26 763	5 816	6 711	7 133	13 552	15 916	24 236
Собственный капитал	13 100	12 878	12 327	7 365	9 025	9 994	28 240	30 671	31 147
Активы	38 659	42 180	44 383	15 612	18 186	19 564	50 572	57 466	59 900
Ключевые показатели									
Рентабельность ЕБИТДА	22.8%	14.5%	14.7%	21.3%	28.5%	28.7%	15.1%	16.7%	15.4%
Чистый долг/ЕБИТДА	4.2x	6.9x	7.3x	1.6x	1.1x	1.1x	1.5x	1.3x	2.0x
Чистый долг/Собственный капитал	1.6x	1.9x	2.2x	0.8x	0.7x	0.7x	0.5x	0.5x	0.8x

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

НПО Сатурн (NR) и УМПО (NR): без помощи государства уже не обойтись

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

В пятницу на прошлой неделе мы комментировали результаты за 9 месяцев 2008 г. двух авиадвигателестроительных компаний – ПМЗ и КМПО. Сегодня мы взглянули на отчетность еще двух представителей данной отрасли – УМПО (NR) и НПО Сатурн (NR). Напомним, что именно эти две компании пока сопротивляются «генеральному» плану консолидации отрасли, реализуемому госкорпорацией Оборонпром.

Последние финансовые результаты указывают на то, что «самостоятельные» кредитные метрики УМПО и Сатурна крайне слабы, и платежеспособность этих компаний сейчас целиком зависит от желания банков предоставлять им рефинансирование. Долг компаний продолжает увеличиваться, при этом операционной прибыли не хватает даже на выплаты процентов (см. табл.).

Мы почти не сомневаемся в том, что НПО Сатурн и УМПО в конце концов перейдут под контроль федерального правительства. «Переговорные позиции» компаний сейчас слишком уязвимы. Однако ключевой вопрос для кредиторов состоит в том, произойдет ли это «мирным путем» («добровольная» и скорая продажа акций госкорпорациям, рефинансирование кредитов, рекапитализация), или события будут развиваться по негативному для кредиторов сценарию (дефолты и/или банкротства). Нам сложно оценить вероятность реализации того или иного сценария. Мы пока считаем кредитный риск по облигациям данных компаний высоким.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	УМПО			НПО Сатурн		
	2007	1П2008	3К2008	2007	1П2008	3К2008
Выручка	15 830	4 956	10 268	10 373	2 775	4 820
ЕБИТДА	495	(506)	(404)	625	498	917
Чистая прибыль	426	(852)	(1 298)	1 980	387	219
Финансовый долг	15 744	17 230	18 362	12 133	14 272	16 104
Собственный капитал	12 255	11 204	10 695	9 765	9 580	9 153
Ключевые показатели						
Рентабельность ЕБИТДА	3.1%	-	-	6%	17.9%	19%
Рентабельность чистой прибыли	2.7%	-	-	19%	13.9%	4.5%
Фин. долг/ЕБИТДА	31.8	-	-	19.4	14.3	13.2
Фин. долг/Капитал	1.3	1.5	1.7	1.2	1.5	1.8

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
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.