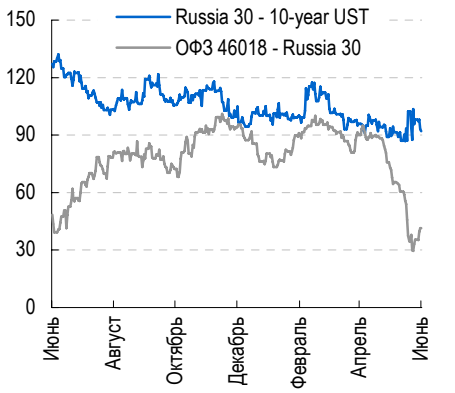
МДМ Банк — Утренний комментарий

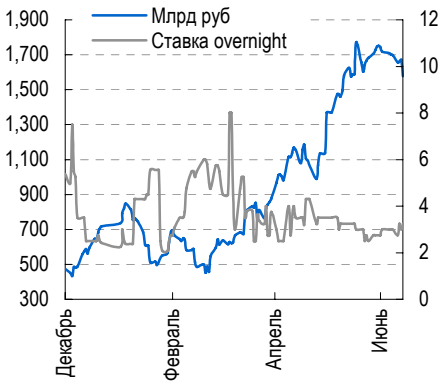
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 21 июня 2007 г.

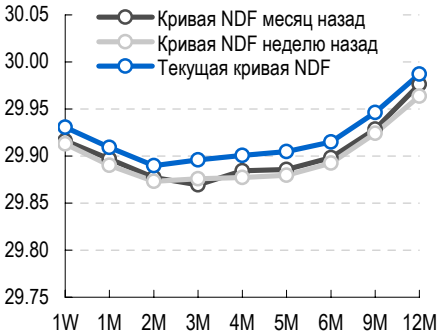
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 июня	Размещение руб.обл. ТГК-10-1
21 июня	Индекс ведущих индикаторов в США
25 июня	Выплата акцизов, НДПИ
25 июня	Статистика по вторичному рынку жилья
26 июня	Размещение руб.обл. Русское Море-1
26 июня	Размещение руб.обл. ДиПОС-1
26 июня	Статистика по первичному рынку жилья
27 июня	Размещение руб.обл. Газэнергосеть-1

Рынок еврооблигаций

- Причиной роста доходностей еврооблигаций вчера стали новости из Европы. О результатах размещения еврооблигаций **АК БАРС Банка**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Вторичный рынок: сохраняется интерес в электроэнергетических облигациях. Обращаем внимание на выпуск **ЛУКОЙЛ-3**.
- Первичные размещения в целом прошли в рамках ожиданий, за исключением выпуска **Москоммерцбанка**. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **Слухи о возможном альянсе Газпрома (A3/BBB/BBB-) и Еврохима (NR/BB-/BB-):** наш комментарий (стр. 3).
- **ТГК-10 (NR)**: комментарий к размещению.
- **Вкратце: Кредиторы одной из «дочек» холдинга Мотовилихинские заводы** (NR) добились ареста счетов ОАО «Мотовилихинские заводы» - центральной компании группы, по иску на сумму 21.6 млн. руб. (Источник: RBCDaily). На наш взгляд, новость достаточно неприятна для кредиторов МЗ, в т.ч. для держателей рублевых облигаций (оферта через месяц, последние котировки 100.05; YTP 9.5%). Поэтому, если у инвесторов есть возможность продать облигации по цене около номинала, мы рекомендовали бы воспользоваться ею с целью избавить себя от «излишнего беспокойства». В то же время, мы не считаем новость поводом для ликвидации позиций в облигациях МЗ по цене существенно ниже номинала. Во-первых, насколько мы поняли из публикации RBCDaily, МЗ намеренно не поддерживают часть своих неплатежеспособных «дочек», которые группа считает бесперспективными. Во-вторых, МЗ производят оборонную продукцию и попадают в сферу интересов могущественной корпорации Рособоронэкспорт (одного из акционеров), а также активно кредитуются крупнейшими госбанками (Сбербанк, ВТБ), которые могут стать вероятным источником финансовой поддержки в стресс-сценарии.
- **Вкратце: Конкурсный управляющий ЮКОСа сообщил**, что выплаты крупнейшим кредиторам, в т.ч. ФНС, задерживаются в связи с сопровождающими процесс судебными исками (Источник: RBCDaily). Новость означает, что рублевая ликвидность в объеме 430 млрд. руб. (столько ЮКОС должен ФНС) будет находиться в банковской системе дольше, чем ожидалось ранее. В краткосрочной перспективе это позитивная новость для рынка рублевых облигаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

		Изменение		
	Закрытие	1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.13	+0.05	+0.35	+0.43
EMBI+ Spread, бп	153	0	+2	-16
EMBI+ Russia Spread, бп	94	-3	+8	-2
Russia 30 Yield, %	6.07	+0.01	+0.35	+0.42
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	+0.02	+0.03	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	545	+68.8	+130.2	-121.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1032.3	-162.7	-128.9	+917.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-73.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.58	-	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.94	+0.01	+0.02	+0.26
Нефть (брент), USD/барр.	70.4	-1.4	-0.1	+9.7
Индекс РТС	1915	+28	+48	+5

Источники: оценки МДМ-Банк, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Доходность **10-летних UST** вчера подросла до 5.13% (+5бп). Важной статистики в США не выходило. Негативные для облигаций новости пришли из Европы, где была опубликована стенограмма последнего заседания ЕЦБ. Предполагалось, что за повышение ставки голосовали 2 из 9 членов комитета по монетарной политике. На деле же их оказалось четверо, включая председателя. Это делает более чем вероятным повышение ставки на следующем собрании 5-го июля. Доходности европейских облигаций сразу подскочили, потянув за собой и американский рынок. Помимо этого, один из чиновников ФРС высказался в том духе, что прогресс в снижении инфляции есть, но до победы еще далеко.

Котировки индикативных выпусков облигаций **Emerging Markets** вчера также снизились вслед за американским рынком. Вероятно, многие инвесторы были не прочь зафиксировать прибыль после 5-ти дней роста. Больше всего пострадал выпуск **VENZ 34** (YTM 8.21%), чьи котировки упали примерно на 1.25п.п.; остальные бумаги потеряли в цене около 1/4. Вслед за Бразилией и Украиной, разместившими недавно новые выпуски, королевство **Марокко** (BB+/Ba1/BBB-) предложило рынку 10-летние еврооблигации на EUR500 млн., процентная ставка 5.375% (YTM 5.46; свопы+55бп).

Торговая активность в российских еврооблигациях по-прежнему довольно низка. По итогам вчерашнего дня, котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.07%) никак не изменились. Спрэд к UST сузился до 95бп. На волне слухов о возможном альянсе Газпрома и Еврохима инвесторы достаточно активно покупали выпуск **EUCHEM 12** (YTM 7.70%), его цена выросла примерно на ½ (см. наш комментарий на стр.3).

На первичном рынке завершилось размещение выпуска **АК BARS 10** – объем составил USD250 млн., доходность – 8.25% (MS+280бп). Таким образом, размещение прошло по нижней границе ранее обозначенного диапазона (8.25-8.50%). На наш взгляд, выпуск, тем не менее, выглядит интересно на фоне более короткого **АК BARS 08** (YTM 7.49%) – спрэд в размере 75бп за полтора года дополнительной дюрации выглядит излишне щедро. Кривые доходностей других российских банков сопоставимого кредитного качества имеют более «пологую» форму.

Сегодня в США выходит статистика по рынку труда (**Jobless Claims**) и опережающие экономические индикаторы (**Leading Indicators**).

Рынок рублевых облигаций

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

Вчерашний аукцион по доразмещению выпуска **ОФЗ 46018** прошел в соответствии с нашими ожиданиями. Средневзвешенная доходность сложилась в размере 6.48%, т.е. с премией в 3бп к уровню вторичного рынка. Причем Минфину снова не удалось разместить весь заявленный объем - было продано бумаг на общую сумму 9.51 млрд. рублей при объеме предложения в 12.35 млрд. и спросе в 10.1 млрд. рублей. Не очень воодушевляющие результаты аукциона и рост доходностей в США и Европе предопределили негативную динамику сегмента ОФЗ – по итогам дня котировки большинства выпусков снизились примерно на 10-15бп.

В корпоративном секторе по-прежнему сохраняется довольно высокий спрос на облигации энергетических компаний – **ОГК-5-1** (+10бп; YTM 7.48%), **Татэнерго-1** (+9бп; YTM 7.77%), **ТГК-1-1** (+12бп; YTP 7.72%). Помимо этого, вторая волна покупок прошла в выпуске **М-Индустрия-1** (+34бп; YTM 10.99%). Напомним, что недавно он был включен в список А1. В целом же, единой динамики в сегменте корпоративных облигаций не сложилось. Мы бы хотели обратить внимание на **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.10%), его спрэд к ОФЗ сейчас примерно на 5бп шире, чем у двух соседних выпусков – **ЛУКОЙЛ-2** (YTM 6.80%) и **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.20%).

Размещение 3-го выпуска облигаций **Московского кредитного банка** прошло в соответствии с ориентирами организатора. На наш взгляд, потенциал роста котировок у этого выпуска есть, и связан он с высокой вероятностью его включения в список А1. Облигации **МКБ-2** (YTP 9.00%) уже присутствуют в этом списке.

Размещение выпуска **Москоммерцбанк-3** выглядело несколько «смазанным». Купон был установлен в размере 8.70% (YTP 8.89%; синдикат был подписан под 8.60%), причем понадобилось доразмещение – в ходе основного аукциона было продано облигаций на 4.5 млрд. рублей из 5.0 млрд. Напомним, что неожиданный успех предыдущему размещению рублевых облигаций Москоммерцбанка обеспечил один крупный иностранный инвестор (доходность сложилась заметно ниже price-talk).

По займу **ТехноНИКОЛЬ-2** процентная ставка составила 9.70% (YTP 9.96%). Это соответствует нашей оценке справедливой доходности (9.75-10.00%, см. комментарий от 19 июня).

Слухи о возможном альянсе Газпрома и Еврохима: наш комментарий

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

Вчера газета *Коммерсантъ* сообщила о том, что Газпром (A3/BBB/BBB-) официально выразил заинтересованность к в приобретении двух производителей минудобрений (Тольяттиазот и Березниковский Азот) в рамках консолидации предприятий этой отрасли на базе своей дочерней корпорации Сибур. На основании этого, а также комментариев неназванного источника, газета сделала предположение о том, что в ближайшем будущем Газпром может объявить о более масштабной сделке – создании альянса с Еврохимом (NR/BB-/BB-).

На наш взгляд, подобное предположение отнюдь не выглядит абсурдным. Во-первых, в последнее время Газпром активно осуществляет консолидацию активов в самых разнообразных отраслях (в производстве нефти и газа, нефтехимии, электроэнергетике и угольном секторе, в т.ч. в партнерстве с акционером Еврохима, и проч.). Во-вторых, в результате альянса Еврохима и Газпрома может быть получен синергетический эффект (вертикальная интеграция, т.к. газ – основное сырье для производства минудобрений). В-третьих, для владельца Еврохима альянс с госкомпанией будет означать снижение политических рисков.

Вместе с тем, на данном этапе альянс Газпрома и Еврохима – не более чем слухи, т.к. сама газовая монополия ранее никак не подтверждала свой интерес в подобной сделке. Поэтому, на наш взгляд, вчерашнее сужение спрэда выпуска EUCHEM 12 (7.71%) на 15бп к кривой доходности еврооблигаций Газпрома – вполне адекватная реакция на новости. Сейчас спрэд составляет около 155бп и его дальнейшее сужение пока выглядит необоснованным. В рублевых облигациях спрэды полноценных «дочек» Газпрома над его локальной кривой составляют около 100бп.

Другие эмитенты, в отношении которых сейчас циркулируют слухи об M&A-интересе со стороны Газпрома – нефтехимическая компания Казаньоргсинтез (NR/B-/B, KZOSRU 11 торгуется с доходностью 8.90%, спрэд к Газпрому почти 300бп) и оператор наружной рекламы Gallery Group (Caa1/B-, GALCAP 13 торгуется с доходностью около 10%, спрэд к Газпрому около 380бп).

ТГК-10 (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа Территориальной генерирующей компании №10 объемом 3 млрд. руб., со сроком погашения через 3 года и офертой через 2 года.

Регион присутствия ТГК-10 – Урал (Тюменская и Челябинская области). Реорганизация компании до сих пор не закончена: в ближайшее время к ней должна присоединиться Курганская генерирующая компания (что

подразумевает появление у кредиторов оферты в момент присоединениия). ТГК-10 занимает 8-е место в России по величине установленной тепловой мощности (12 300 Гкал/ч) и 9-е – по электрической мощности (2 800 МВт). Доля выручки от продажи электроэнергии в 2006 году составила 62%. В топливном балансе преобладает природный газ (96.8%). В настоящее время основным акционером ТГК-10 является РАО ЕЭС, которому принадлежит 81.6% акций.

Очевидно, что инвесторам, которые увидели уже немало облигационных выпусков российских электроэнергетических компаний, важно в первую очередь понять, насколько с точки зрения кредитного риска и справедливой доходности ТГК-10 отличается от остальных ОГК/ТГК.

На наш взгляд, с этой точки зрения ТГК-10 выглядит ничуть не хуже сильнейших генерирующих компаний, особенно если говорить о временном горизонте в 2 года. Дело в том, что в начале 2008 г. ТГК-10 планирует разместить очень крупную допэмиссию (54% от увеличенного уставного капитала), которая может быть одобрена акционерами уже завтра. Основным претендентом на нее считается немецкий энергетический гигант E.ON (A2/A/AA), публично обозначивший свой интерес к этой компании. Более того, E.ON хочет довести свою долю в ТГК-10 до 75% (сразу после допэмиссии планируется продать 21%-й госпакет).

Очевидно, что крупная инъекция акционерного капитала и появление сильного контролирующего акционера обеспечат мощную поддержку кредитному профилю ТГК-10, а привлеченных средств хватит на реализацию почти половины 5-летней инвестиционной программы запланированным объемом 71 млрд. руб.. До допэмиссии акций компания вряд ли столкнется с затруднениями – ее финансовый профиль сейчас выглядит вполне устойчиво (см. табл.).

В данный момент мы оцениваем справедливую доходность по облигациям ТГК-10 на уровне доходности близких по дюрации выпусков других сильных ТКГ - №4 и №1, т.е. на уровне 7.7-7.8% (около 185-195бп к свопам). При этом все эти выпуски имеют потенциал сужения спрэдов, связанный с реализацией планов по допэмиссии акций (ТГК-1 – уже в июле, претендент – финский Fortum (A2/A-/A+), ТГК-4 – в ноябре, претендент – Норильский Никель (Baa2/BBB-/BBB-)).

Ключевые финансовые показатели ТГК-10 и других генерирующих компаний, РСБУ

млн. руб.	ТГК-10 2006	ТГК-10 1К2007	2006г. ТГК-4	2006г. ТГК-8	2006О ТГК-6	2006 ТГК-1	2006 МСФО Мосэнерго
Выручка	10 151	6 183	20 707	14 556	16 115	20 503	67 243
EBITDA	1 099	576*	2 309	345	600	2 002	16 867
Чистая прибыль	327	134	-272	41	(544)	598	8 596
Долг	1 255	1 070	4 950	3 494	2 340	6 407	21 018
Собственный капитал	20 141	20 316	16 667	11 049	-	29 956	75 958
Ключевые показатели							
Рентабельность EBITDA	10.8%	9.3%	11.15%	2.4%	3.7%	9.8%	25%
Рентабельность по чистой прибыли	3.2%	2.2%	-	0.3%	-	2.9%	12.8%
Долг/EBITDA	1.14	0.46	2.14	10.1	3.9	3.2	1.2

*Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка; *-оценка МДМ-Банка*

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
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 и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Электроэнергетика

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

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лаврakас	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, 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.