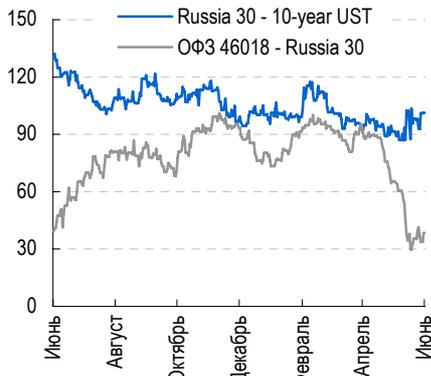


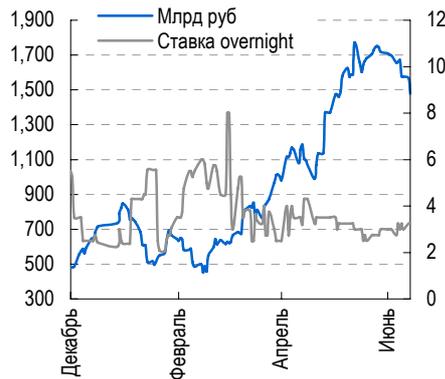
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 26 июня 2007 г.

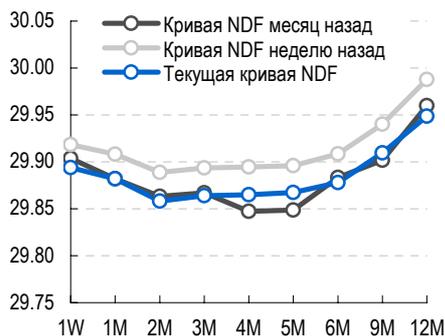
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 июня	Размещение руб.обл. Мособлгаз-фин-2
26 июня	Размещение руб.обл. ДиПОС-1
26 июня	Статистика по первичному рынку жилья
27 июня	Размещение руб.обл. Газэнергосеть-1
27 июня	Размещение руб.обл. Альянс-фин-1
27 июня	Размещение руб.обл. Автомир-2
28 июня	Статистика по ВВП США
28 июня	Заседание ФРС по ставке

Рынок еврооблигаций

- Доходности UST снижаются из-за эффекта "flight to quality". Первичный рынок – ориентиры по Межпромбанку и ажиотаж вокруг Восточного Экспресса (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Поведение ставок на денежном рынке заставляет задуматься. О выпусках Петрокоммерца, АвтоВАЗа и Мособлгаза (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Газэнергосеть (NR): комментарий к размещению (стр. 3)
- Вкратце: Центробанк опубликовал новую версию «Основных положений денежно-кредитной политики на 2008 г.». В соответствии с документом, в ближайшие 2.5 года ЦБ ожидает снижения темпов роста золотовалютных резервов. По прогнозам ЦБ, во 2-м полугодии 2007 г. ЗВР вырастут примерно на USD15 млрд., в 2008 г. – на USD38-68 млрд. (в зависимости от цены на нефть), в 2009 г. – на USD9-46 млрд. При этом в 2006 г. ЗВР выросли на USD107.5 млрд., а за январь-март 2007 г. – на USD99.5 млрд. Прогнозы ЦБ могут показаться несколько консервативными, но в целом тенденция очевидна – на фоне опережающего роста импорта и отсутствия в обозримом будущем событий, сопоставимых по масштабам с аукционами ЮКОСа и IPO Сбербанка/ВТБ (с точки зрения сопровождающего эти события притока капитала), давление на рубль будет уменьшаться. При прочих равных, этот прогноз негативен для рублевых облигаций.
- Вкратце: Концерн Ситроникс (ВЗ/НР/В-) объявил о слабых результатах по МСФО за 1-й квартал 2007 г. В частности, из-за больших убытков в сегменте «Телекоммуникационные решения» показатель EBITDA за январь-март был отрицательным. К счастью для держателей еврооблигаций SITFIN 09, около месяца назад Ситроникс принял решение полностью выкупить этот выпуск, т.е. негативные новости уже не повлияют на его котировки. Выкуп должен пройти по цене, соответствующей доходности UST2yr+90бп (5.77%; 103.3). Котировки "offer" по SITFIN 09 сейчас выставляются именно на этом уровне.
- Вкратце: Новости рейтинговых агентств: Moody's пересмотрело прогноз рейтинга РСХБ (А3) со «Стабильного» на «Позитивный»; Standard & Poor's повысило рейтинг Транскредитбанка с «ВВ-» до «ВВ»; Moody's снизило на 1 ступень рейтинги казахстанских банков ТуранАлем, Темирбанк и ККБ в рамках своей инициативы по пересмотру рейтингов в связи с новой методологией joint-default analysis. Мы предполагаем, что рынок не отреагирует ни на одно из этих рейтинговых действий.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.08	-0.05	+0.22	+0.38
EMBI+ Spread, бп	166	+7	+14	-3
EMBI+ Russia Spread, бп	101	+3	+13	+5
Russia 30 Yield, %	6.10	-0.04	+0.32	+0.45
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	0	+0.05	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	414.9	-78.6	-168.6	-251.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1064.2	-8.9	-123.3	+949.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	43.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.71	+0.1	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.93	+0.01	+0.01	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	71.4	+0.2	+0.7	+10.7
Индекс РТС	1875	-21	+80	-35

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

Рынок еврооблигаций

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

Вчера доходности **US Treasuries** продолжили снижение на фоне негативной динамики мировых рынков акций и проблем на рынке ипотечных кредитов (эффект «flight to quality»). К закрытию торгов доходность **10-летних нот** снизилась до 5.08% (-5бп). Вчерашняя статистика по рынку жилья в США вышла в рамках ожиданий. Индексы уверенности потребителей продемонстрировали снижение.

На рынке облигаций **Emerging Markets** в целом преобладала позитивная динамика – большинство индикативных выпусков подорожали примерно на 1/8. Правда, этого оказалось недостаточно, чтобы догнать американский рынок. Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 166бп (+7бп).

В российском сегменте понедельник выдался довольно унылым. Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.10%) подросли примерно на 3/8. При этом спрэд к UST расширился до 101-103бп. Активность торгов в корпоративном секторе была также незначительной, несколько расширились bid-offer спрэды. Неагрессивный спрос мы отметили в выпусках **GAZPRU 34** (YTM 6.63%), **TNEFT 14** (YTM 6.31%), **ALROSA 14** (YTM 6.69%).

На первичном рынке высокий интерес инвесторов к выпуску рублевых еврооблигаций банка **Восточный Экспресс** (ВЗ) (книга заявок уже превышает 10 млрд. руб.) позволил организатору скорректировать ориентир по доходности до 9.875-10.00% и установить объем размещения на верхней границе первоначального диапазона (5 млрд. руб.). Мы по-прежнему рекомендуем участвовать в этом размещении (см. вчерашний комментарий).

Вчера стал известен price-talk по новым 3-летним облигациям **Межпромбанка** (B1/B+), номинированным в евро. Ожидается, что купон составит 9.00-9.25% (свопы+430-455бп). Размещенный в начале года долларовой **IIBRU 10** (YTM 9.50%) сейчас торгуется со спрэдом к свопам около 410бп; «оптически» новый выпуск интересен даже по нижней границе объявленного диапазона. Вместе с тем, по нашим наблюдениям, раньше организаторам было непросто размещать выпуски Межпромбанка. Бизнес-модель этого банка (крупный корпоративный бизнес со связанными сторонами), по всей видимости, не слишком привлекает иностранных инвесторов. Им больше нравятся кредитные организации с госучастием, банки «consumer finance» или универсальные банки с крупным розничным бизнесом.

Мы также слышали о грядущей сделке по секьюритизации лизинговых контрактов с электросетевой компанией МОЭСК (вероятно, по схеме сделки RAIL, где секьюритизированы лизинговые контракты с РЖД).

Сегодня в США выходят данные по продажам новых домов, индекс уверенности потребителей и отчет по производству в Ричмонде. Вероятно, в преддверии заседания **FOMC** вряд ли кто-либо решится на активные действия.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера, к удивлению многих участников рынка, ставки overnight остались на непривычно высоких уровнях – 3.75-4.75%. При этом сумма корсчетов и депозитов составляет около 1.5 трлн. руб. Похоже, что неравномерное распределение этих средств в банковской системе на фоне уплаты налогов в конце квартала привело к образованию «узких мест». На наш взгляд, если эта «напряженность» по тем или иным причинам не спадет в начале июля, то мы можем увидеть коррекцию в рублевых облигациях, т.к. многие инвесторы вынуждены будут «раскрутить» свои «leveraged» позиции, выстроенные на основании ожиданий сохранения низких ставок РЕПО.

В сегменте госбумаг котировки длинных выпусков снизились примерно на 10бп, при этом активность торгов была достаточно высокой. В корпоративном сегменте картина была противоположной – на небольших объемах цены подросли примерно на 10-15бп.

Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **Петрокоммерц-2** (YTM 8.14%), чей спрэд к свопам сейчас сократился до 225-230бп, в то время как сравнимые по дюрации еврооблигации торгуются на уровне 260-290бп. На наш взгляд, имеет смысл зафиксировать прибыль в этом выпуске и купить «на форварде» более короткий **Промсвязьбанк-5**, который предлагает сравнимую доходность при тех же рейтингах.

Кроме того, нам кажется нелогичным, что спрэд к свопам у выпуска **АвтоВАЗ-3** (YTP 7.74%) примерно на 50бп шире, чем у более длинного **АвтоВАЗ-4** (YTP 7.77%) и сравнимого по дюрации CLN **AVAZ 08** (YTM 7.52%).

Сегодня состоится размещение 5-летнего выпуска **Мособлгаз-финанс-2** - объем 3 млрд. рублей, предусмотрена амортизация, расчетная дюрация составит около 3.5 лет (не путать с недавно размещенными облигациями ОАО «Мособлгаз»). Сейчас на рынке обращается заметно более короткий **Мособлгаз-финанс-1** (YTM 7.98%), его спрэд к кривой Московской области составляет около 200бп. Учитывая это, мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 8.75-8.85%.

Сегодня же стало известно, что облигации **Томская область-4** (YTM 7.79%) были включены в список А1. Несмотря на то, что выпуск нельзя назвать очень ликвидным, мы ожидаем роста его котировок.

Газэнергосеть(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы компаний Газэнергосеть объемом 1.5 млрд. рублей с погашением через 5 лет. По облигациям предусмотрено право досрочного погашения в случае снижения доли Газпрома в Газэнергосети ниже контрольной. Правда, юридическая сила таких «обусловленных» опционов в российском праве до сих пор не исследована и поэтому неочевидна. Поручителем по выпуску выступает основное сбытовое подразделение Газэнергосети – ООО «ЮНГК».

Газэнергосеть – компания, входящая в группу Газпром (А3/ВВВ/ВВВ-) и выполняющая роль оператора на рынке сжиженных углеводородных газов (СУГ). СУГ – это смесь газов, получающаяся при первичной переработке нефти или при добыче и переработке газа. СУГ в основном применяется в качестве альтернативного источника топлива для автомобилей, отопительных систем и проч. В конце 2006 года Газэнергосеть также занялась реализацией нефтепродуктов. По итогам 1 квартала 2007 года это направление сгенерировало 57% выручки компании. В состав группы Газэнергосеть входят 13 операционных компаний в 7 регионах России, разделенных по направлениям деятельности. С 2006 года в рамках стратегии вертикальной интеграции группа активно наращивает присутствие в мелкооптовом и розничном сегментах рынках СУГ (43 АГЗС и 25 АЗС).

Фактически Газэнергосеть представляет собой сравнительно небольшую оптово-розничную компанию в состав огромной империи Газпрома. Вероятность получения поддержки Газэнергосети от Газпрома в стресс-сценарии мы оцениваем как невысокую – эту компанию едва ли можно назвать стратегически важной или просто существенной в масштабах группы Газпром.

В то же время, близость к Газпрому обеспечивает Газэнергосети ряд преимуществ по сравнению с независимыми оптово-розничными операторами на топливном рынке (некоторые из них представлены на рынке облигаций – Уфаойл-ОПТАН, Аспэк, Комплекс-Ойл и т.д). Во-первых, речь идет о низких рисках ухудшения взаимоотношений с ключевым поставщиком. Во-вторых, структуры Газпрома могут оказывать Газэнергосети «политическую» поддержку в конкурентной борьбе.

Самостоятельный кредитный профиль Газэнергосети выглядит вполне прилично. Компания имеет достаточно крупный портфель активов (включая АЗС), демонстрирует быстрый рост выручки и умеренные показатели долговой нагрузки (правда, инвесторам пока доступна лишь отчетность по РСБУ материнской компании).

Ориентиры организаторов займа на уровне 9.25%-9.5% предполагает спрэд к кривой Газпрома на уровне 230-255бп. На наш взгляд, учитывая небольшой объем и длинную дюрацию облигаций Газэнергосети, более «справедливой» была бы доходность на уровне 10.0%. Одним из возможных объектов для сравнения может быть выпуск CLN Каскада Нижне-Черекских ГЭС (купон 10.5%, срок 6 лет, объем USD60 млн., спрэд к гипотетической кривой ГидроОГК в USD – около 380бп). Это будущая «дочка» ГидроОГК (ВааЗ), которая в среднесрочной перспективе должна быть присоединена к ГидроОГК.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Газэнергосеть», РСБУ			
Млн. руб.	2005	20061К	1К2007
Выручка	5 587	8 621	5 445
ЕБИТДА	187	378	201
Чистая прибыль	130	237	123
Долг	-	1 136	2 117
Собственный капитал	306	543	667
Активы	603	2 733	4 974
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	3.3%	4.4%	3.7%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	-	3	2.6
Долг/Собственный капитал (x)	-	2.1	3.2
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	24.6	14.2	6.4

Источник: данные компании, 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	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@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 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.