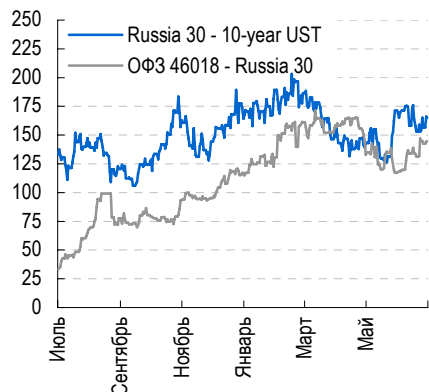


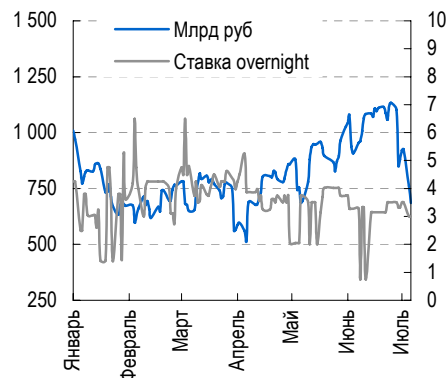
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 29 июля 2008 г.

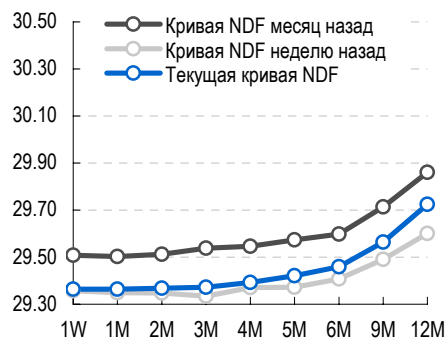
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 июл	Размещение руб. обл. Северная казна-2
29 июл	Размещение руб. обл. Жилсоципотека-3
29 июл	Размещение руб. обл. Банк Стройкредит-1
30 июл	Размещение руб. обл. Промтрактор-3
31 июл	ВВП США за 2 кв. 2008г.
31 июл	Размещение руб. обл. МОЭК-1
1 авг	Nonfarm Payrolls за июль
1 авг	Индекс ISM в промышленности

Рынок еврооблигаций

- Негативный новостной фон способствует покупкам в **US Treasuries**. На российском рынке – тишина. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ликвидность резко сократилась, ставки **МБК** заметно выросли. 1й эшелон продолжает снижение. Сегодня аукцион по **Жилсоципотеке-3** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Концерн «Тракторные Заводы» (NR): комментарий к размещению (стр.4)
- Группа МИАН (NR): прежде чем паниковать, надо разобраться. Так ли все мрачно, как может показаться судя по сегодняшней публикации в газете Коммерсантъ? Наш комментарий на стр. 5
- Минэкономразвития повысило прогноз инфляции на текущий год до **11.8% с прежних 10.5%**. В интервью Reuters помощник президента А.Дворкович отметил успехи ЦБ в снижении темпов роста денежной массы. Одновременно он сказал, что ЦБ «практически исчерпал возможности воздействия на цены» и дальнейшее ужесточение кредитно-денежной политики, по его мнению, может отрицательно сказаться на темпах экономического роста. В последних публикациях экономической статистики все более четко прослеживается тенденция замедления темпов инфляции. Одновременно, по предварительным оценкам, в мае экономический рост замедлился (темпы роста ВВП снизились до 6.5% с 7.7% у-о-у). Таким образом, вероятность дальнейшего многократного повышения ставок ЦБ, на наш взгляд, несколько снижается. Пока, напомним, мы ждем роста ставок ЦБ еще на 25-50бп до конца 2008 г. Вечером с журналистами общался первый зампред ЦБ А.Улюкаев. Он сказал, что изменение прогноза ЦБ по инфляции также весьма вероятно. Вместе с тем, он не исключил возможности повышения ставок в 3-м квартале, как и дальнейшего расширения колебаний бивалютной корзины.
- Группа «М-Индустрия» (NR) планирует вложить 11 млрд. руб. до 2011 г. в строительство логистического парка класса «А» в Республике Адыгея. (Источник: Интерфакс). К сожалению, компания пока не называет источников финансирования столь обширной инвестиционной программы. Судя по материалам к недавнему размещению облигационного займа, операционный денежный поток М-Индустрии достаточно скромный, а возможности по привлечению долгового финансирования ограничены: показатель EBITDA в 2007 г. составил 11.5 млн. долл., а долговая нагрузка – 7.2х в терминах Долг/EBITDA. Ввиду этого, мы не исключаем, что компании придется умерить свои инвестиционные аппетиты.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.00	-0.10	+0.03	-0.03
EMBI+ Spread, бп	285	+9	-11	+46
EMBI+ Russia Spread, бп	171	+11	-3	+24
Russia 30 Yield, %	5.67	0	-0.01	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.11	+0.02	+0.26	+0.64
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	487.2	+44.1	-71.0	-401.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	197.8	-120.4	-151.2	+83.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-97.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.54	+1.46	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.35	-0.02	-0.16	-0.38
Нефть (брент), USD/барр.	125.8	+1.3	-14.5	+31.9
Индекс РТС	1929	-22	-390	-362

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: *Дмитрий Смелов, Денис Красильников, Михаил Галкин* e-mail: *Dmitry.Smelov@mdmbank.com*

МРАЧНОЕ НАЧАЛО НЕДЕЛИ

Новая неделя на мировых рынках началась с негатива. В Германии был опубликован крайне слабый индекс потребительского доверия **GfK**, в США на выходных обанкротились еще два небольших банка, а вчера вечером инвестбанк **Merrill Lynch** объявил об очередных списаниях и привлечении средств посредством продажи акций на 8.5 млрд. долл. «Масла в огонь» подлил и чиновник **МВФ Дж. Каруана**, отметивший, что на рынке недвижимости «дна еще не видно». А вот заявления секретаря Казначейства Генри Поулсона о важности развития рынка облигаций, обеспеченных активами, и о том, что 4 крупнейших банка страны уже готовы в скором времени приступить к их выпуску, рынок предпочел проигнорировать.

Неудивительно, что при таком новостном фоне по итогам дня фондовые индексы в США и Европе закрылись «в минусе» (DJI упал на 2.15%), а доходности **US Treasuries** снизились, «отыграв» весь пятничный рост. 10-летняя нота завершила день на отметке 4% (-10 бп), 2-летняя бумага – с доходностью 2.58% (-14бп). Сегодня в США будет опубликован индекс цен на недвижимость **S&P/Case-Schiller**, а также индекс потребительского доверия.

EMERGING MARKETS

В сегменте развивающихся рынков вчера было довольно тихо. Большинство бумаг завершили день без изменений или в легком «плюсе» (рост вслед за базовыми активами), но спрэд **EMBI+** все равно расширился на внушительные 9бп до 285бп. Российский бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.67%) в цене не изменился, спрэд к **UST10** вырос до 166бп (+9бп).

В сегменте корпоративных обязательств активность также была близка к нулю, ни продавцов, ни покупателей нет, «bid-ask» спрэды широки. Ближе к вечеру мы видели разве что небольшой спрос на выпуски **TMENRU**. Несколько восстановился выпуск **NAFTO09** (YTM 19.15%) – вчера его цена достигала 89пп против 87пп несколькими днями ранее. У компании скоро истекает срок предоставления отчетности за 2007 год (последний день – 31 июля), и участники рынка, видимо, покупают выпуск с тем, чтобы проголосовать за перенесение даты или отмену ковенанта и получить за это некую премию.

СНОВА ОБ Н-ТРАНС

Нам удалось более подробно ознакомиться с предложением компании **Н-Транс** (Ва3), о котором мы упоминали вчера. Наши предположения оказались верны: компания предлагает отменить ковенанты о техническом дефолте в случае продажи акций своих «дочек», а также об обеспечении выпуска их акциями. Наше мнение не изменилось: для держателей **TSPINV10** это неплохая возможность получить дополнительную прибыль. Проголосовать за решение нужно до 31 июля, премия составит 1 1/4пп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

По сообщениям информационных агентств, вчера началось роад-шоу нового выпуска евробондов **Транснефти** (A2/BBB+). Информация о структуре и объеме выпуска пока довольно противоречива. Вчера же планами по размещению евробондов этой осенью поделился представитель **Газпромбанка** (A3/BBB-).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

РУБЛЕВАЯ ЛИКВИДНОСТЬ УТЕКАЕТ ОЧЕНЬ БЫСТРО

К сегодняшнему утру сумма остатков банков на корсчетах и депозитах в ЦБ сократилась до 685 млрд. рублей (-76.3 млрд. рублей) – и это несмотря на то, что вчера банки в рамках операций **прямого репо** заняли порядка 175 млрд. рублей. Поэтому не удивительно, что ставки **overnight** вчера достигали 10%.

Честно говоря, мы ожидали, что объем прямого репо вырастет, но думали, что суммы будут в несколько раз меньше.

Напомним, в конце 1-го квартала мы наблюдали аналогичную картину: более-менее легкое прохождение выплат **квартального НДС** и серьезный дефицит рублевых средств при перечислении **налога на прибыль**. Тогда объем прямого репо достигал 236 млрд. рублей, а ставки денежного рынка доходили до 12%. Однако в конце апреля банки держали на счетах в ЦБ лишь около 750 млрд. руб., сейчас же запас ликвидности превышал 1 трлн. рублей. Кроме того, нет и оттока капитала из страны – вчера ЦБ, по оценкам наших дилеров, купил еще порядка 1 млрд. долл., а стоимость бивалютной корзины практически не изменилась.

Почему же в этот раз отток ликвидности оказался значительно больше, чем в прошлом квартале? Как одна из версий, это может быть связано с фактором сезонности – в некоторых отраслях (например, с/х, туризм, строительство) большая часть прибыли приходится именно на 2-3 кварталы. Мы полагаем, что проблема дефицита ликвидности будет решена достаточно скоро, главным образом, благодаря продолжающимся регулярным валютным интервенциям ЦБ. Не исключено, что уже сегодня ставки денежного рынка могут снизиться до 6-7%, однако, вероятно, как минимум на неделю или две участникам рынка придется забыть о ставках overnight на уровне 3-4%.

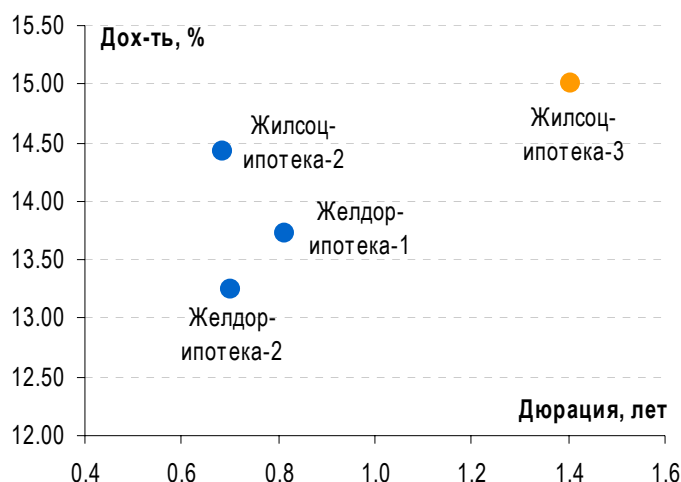
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: СНИЖЕНИЕ ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В понедельник никаких позитивных событий для долгового рынка не произошло. Напротив, судя по всему, «агрессивная» риторика вокруг Мечела будет только нарастать, что не добавляет оптимизма инвесторам; осложнили ситуацию резко выросшие ставки денежного рынка. Поэтому не удивительно, что котировки рублевых облигаций вчера продолжили снижаться «по всем фронтам». В лидерах падения, как наиболее ликвидный сектор, вновь оказались выпуски **1-го эшелона**, потерявшие в цене еще около 20-30бп.

Во **2-м эшелоне** достаточно неожиданно примерно на 40бп просели цены **Мосэнерго-1** (УТР 8.91%) и **Мосэнерго-2** (УТР 9.07%). Не так давно примерно так же «упали» оба выпуска **ТГК-10** – вполне вероятно, что какой-то крупный рыночный игрок сокращает позицию в энергетических бумагах. В целом же, облигации **2-го эшелона** смотрятся достаточно стабильно.

РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ЖИЛСОЦИПОТЕКА-3

Сегодня состоится аукцион по выпуску **Жилсоципотека-3** (1.5 млрд. рублей, 1.5-годовая оферта). Ориентируясь на доходность обращающихся облигаций Жилсоципотеки и Желдорипотеки (другая важная дочка РЖД), мы полагаем, что новый выпуск интересен с доходностью от 15%:



НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **М.О.Р.Е.-Плаза-1** (УТР 17.39%) была объявлена новая годовая оферта с купоном на этот период в размере 15.5%.

Концерн «Тракторные Заводы» (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа Концерна «Тракторные Заводы» (КТЗ) объемом 5 млрд. руб. с офертой через год. Эмитентом облигаций выступает SPV концерна - «Промтрактор-Финанс» при поручительстве основных операционных компаний группы Промтрактор - ОАО «Промтрактор», ОАО «ЧАЗ» и ООО «Промтрактор-Промлит». На компании группы суммарно приходится около 45% консолидированной выручки концерна и 38% активов.

КТЗ — крупный промышленный холдинг, объединяющий активы в сферах тракторного, сельскохозяйственного, железнодорожного машиностроения, оборонной промышленности и металлургии, а также торгово-сервисные компании, специализированные конструкторские бюро и НИИ. Компании холдинга занимают лидирующие рыночные позиции в своих отраслях. Концерн выпускает промышленные машины (32% выручки в 2007 г.), ж/д продукцию (22%), с/х машины (21%) и т.д. Доля экспорта в структуре продаж составляет около 15%. Компании группы до сих пор не перешли на единую акцию, однако в ближайшее время КТЗ планирует завершить реструктуризацию. Основным бенефициаром КТЗ является президент концерна М.Болотин.

Главным отличием при маркетинговании нового выпуска стал больший акцент на деятельности концерна в целом, нежели на отдельно взятой группе Промтрактор, как при предыдущих размещениях. Так, по словам представителей компании, в ближайшее время КТЗ завершит реструктуризацию и опубликует консолидированную аудированную отчетность по МСФО за 2007 г. (осень 2008 г.). Приоритетным проектом КТЗ на ближайшее время станет производство и ремонт вагонов. В конце 2008 г. вводится в эксплуатацию новый завод по производству грузовых вагонов в Чувашии. Также планируется строительство еще одного завода в Красноярске общей стоимостью не менее 5 млрд. руб. Все мощности будут объединены в недавно сформированной компании Промтрактор-Вагон. Ожидается, что крупнейшим покупателем вагонов выступит РЖД. Однако, насколько мы поняли, на данный момент контракты на поставку еще не заключены. Материалы к размещению также содержат данные управленческого баланса КТЗ за 2007 г. При этом, финансовый профиль концерна в целом выглядит несколько слабее, чем отдельно по группе Промтрактор, компании которой выступают поручителями по займу. Это, прежде всего, связано с вхождением в концерн низкорентабельных компаний, требующих больших инвестиций в развитие. Общий объем капвложений до 2012 г. составляет 26.4 млрд. руб., из которых около 7 млрд. руб. приходятся на 2008 г.

На наш взгляд, ключевыми сильными сторонами кредитного профиля КТЗ являются, прежде всего, высокая географическая и производственная диверсификация, сильные рыночные позиции в отрасли, производство высоко дефицитной железнодорожной техники, а также рост платежеспособности с/х предприятий, связанный с активной поддержкой сельскохозяйственной отрасли со стороны государства в последнее время. При этом, среди недостатков мы отмечаем до сих пор низкий уровень информационной прозрачности, усиление конкурентного давления со стороны иностранных производителей, укрепление рубля, а также высокие потребности в инвестициях и, как следствие, высокую долговую нагрузку (4.4x в терминах Долг/EBITDA на 2007 г.). Весной в информационных лентах проходило сообщение о возможном IPO концерна в ноябре 2008 г. Судя по тому, что мы "слышим на рынке", а также по поведению компании в последнее время (улучшения в части финансовой прозрачности), КТЗ действительно ведет серьезную подготовку к публичной equity-сделке. Конечно, в свете последних событий на российском рынке акций любое IPO может оказаться под вопросом, однако такая сделка могла бы в значительной мере помочь снизить кредитные риски концерна. Представители компании на встрече, посвященной размещению нового займа, были крайне осторожны в комментариях по данному вопросу.

Насколько мы понимаем, организаторы прогнозируют ставку купона по новому займу КТЗ на уровне 12% к годовой оферте. Обращающиеся на вторичном рынке более длинные облигации компаний концерна (Промтрактор-2, Курганмашзавод-1) торгуются сейчас около 11.9%. На наш взгляд, ориентиры организаторов займа выглядят не очень привлекательно. Недавно был размещен выпуск Росводоканала

(тоже небанковский риск 2-го эшелона) с доходностью 12.36% к годовому пут-опциону. Однако в отличие от КТЗ, РВК имеет более высокие шансы попадания в Список репо ЦБ за счет наличия рейтингов.

Ключевые финансовые показатели КТЗ и группы Промтрактор, управленческая отчетность			
Млн. руб.	Промтрактор	Промтрактор	КТЗ
	2006 г.	2007 г.	2007 г.
Выручка	11 604	14 991	32 913
EBITDA	1 948	2 353	3 676
Чистая прибыль	781	1 167	1 289
Финансовый долг	5 383	5 919	16 359
Собственный капитал	4 090	6 221	11 613
Активы	15 682	13 930	37 054
Ключевые показатели			
EBITDA margin (%)	16.8%	15.7%	11.2%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	2.8	2.5	4.4
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.3	0.9	1.4

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Группа МИАН (NR): прежде чем паниковать, надо разобраться

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

Сегодня газета Коммерсантъ сообщила о том, что в отношении ЗАО «Московское инвестиционное агентство недвижимости» судом введена процедура наблюдения по иску некоего ЗАО «ИФК Гианея».

Конечно же, мы считали и продолжаем считать облигации ГК МИАН достаточно рискованным инструментом. Причины очевидны: низкая финансовая прозрачность группы и повышенные риски неблагоприятных действий регуляторов (из-за истории с налоговыми претензиями и т.п.). Конечно же, введение процедуры наблюдения в отношении одного из юридических лиц группы – событие неприятное. В то же время, нам показалось, что сегодняшняя публикация в Коммерсанте несколько «сгущает краски». В связи с этим мы бы хотели сделать несколько уточнений, которые, по нашему мнению, помогут инвесторам сформировать более адекватное представление об уровне риска:

Во-первых, процедура наблюдения введена в отношении ЗАО МИАН – это всего лишь управляющая компания группы МИАН. Насколько мы понимаем, она де-юре не контролирует ключевые девелоперские активы группы и не является холдинговой компанией. Кроме того, ЗАО МИАН не выступало ни эмитентом, ни поручителем по единственному выпуску облигаций (МИАН-Девелопмент-1)

Во-вторых, введение процедуры наблюдения означает лишь то, что суд признал обоснованность иска ЗАО «ИФК Гианея» к ЗАО МИАН. Иначе говоря, суд признал то, что ЗАО МИАН более чем на 3 месяца просрочило выполнение обязательств на 1.4 млн. руб. Сумма очевидно крайне мала в масштабах такой компании, как МИАН.

В-третьих, необходимо помнить, что группа МИАН погасила основную сумму предъявленных к ней налоговых претензий, а облигации компании в течение последних месяцев торговались вблизи номинала (97.5-98.5% от номинала). По нашим представлениям, восстановление котировок до этих уровней с 60-70% от номинала в ноябре-декабре 2007 года происходило в том числе за счет покупок со стороны самого МИАНа и/или аффилированных с ним компаний.



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
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

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kuchеров@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@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 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.