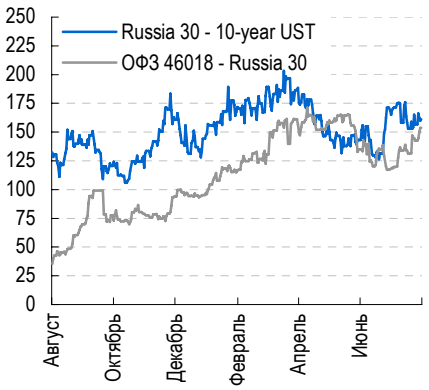
МДМ Банк — Утренний комментарий

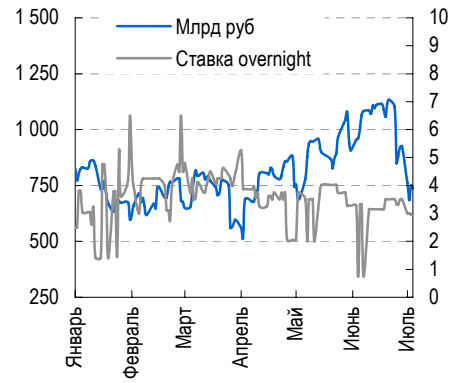
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 31 июля 2008 г.

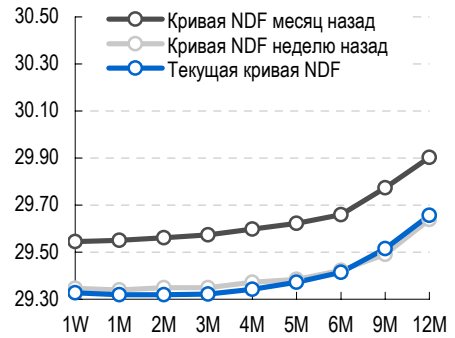
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
1 авг	Размещение руб. обл. Банк Москвы-1
4 авг	Индекс PCE Core за июнь
4 авг	Статистика по производственным заказам
5 авг	Размещение руб. обл. ИА Татарстана-1

Рынок еврооблигаций

- Волатильный день на **UST.** Центробанки поддержат рынок. Продажи в **Евразе**, **Распадской** (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Снова технический дефолт. Ликвидность прибывает, но рынку «все равно». Банки останутся без средств **Фонда ЖКХ**. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **МОЭК (NR): комментарий к размещению** (стр. 4)
- **ФНС начала отзывать свои иски о недействительности сделок с акциями Русснефти (NR).** (Источник: Интерфакс). Насколько мы понимаем, таким образом акции компании постепенно "размораживаются". Это позволит наконец-то легитимно завершить процесс перехода контроля над компанией от "опального" акционера к новому собственнику. Возможно, именно это имел в виду менеджмент Русснефти в ходе недавней встречи с инвесторами (см. наш Специальный комментарий от 10.07.08), когда сигнализировал об ожиданиях хороших новостей в ближайшие месяцы. Облигации компании торгуются сейчас около 93.5% от номинала с доходностью 30.79% и могут быть интересны инвесторам с высоким аппетитом к риску.
- **Standard & Poor's начало присваивать "рейтинги ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта" (recovery given default, RGD) в России и СНГ**. Напомним, что "основные" рейтинги S&P отражают лишь вероятность дефолта (хотя и это не совсем верно: во всяком случае, оценка RGD заставила агентство снизить рейтинги по еврооблигациям российского автодилера Рольф и украинской трубной компании Интерпайп). Новый аналитический инструмент от S&P, с одной стороны, не помешает, но с другой стороны, разрастается проблема сложности рейтинговых систем и сопоставимости рейтингов различных агентств.
- **Moody's может понизить рейтинги казахстанского Альянс банка (Ba2/BB-) и его основного акционера – группы Сеймар (Ba3).** В своем сообщении агентство отмечает ухудшение качества кредитного портфеля банка, проблемы с ликвидностью и рефинансированием.
- **Инфляция в России за 22-28 июля оказалась нулевой; всего с начала месяца – 0.5%, с начала года – 9.3% (Источник: Росстат)**. В прошлом году инфляция с 1 по 28 июля составила 0.9%, т.е. мы все более четко наблюдаем тенденцию замедления инфляции.
- **Розничная сеть Копейка (S&P CCC) проведет сегодня встречу с инвесторами.**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

		Изменение		
	Закрытие	1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.05	+0.01	+0.08	+0.02
EMBI+ Spread, бп	278	-3	-17	+39
EMBI+ Russia Spread, бп	165	-2	-8	+18
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.02	-0.02	+0.13
ОФЗ 46018 Yield, %	7.18	+0.02	+0.34	+0.71
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	600.1	-7.1	+7.8	-288.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	136.4	-6.5	-232.9	+21.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-43.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.04	-0.96	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.34	-0.02	-0.17	-0.39
Нефть (брент), USD/барр.	127.1	+4.4	-12.7	+33.2
Индекс РТС	1949	+53	-354	-342

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ В US TREASURIES

Среда на рынке **US Treasuries** выдалась довольно беспокойной. С открытием торговых площадок в США доходности казначейских бумаг резко рванули вверх – 10-летняя нота достигла отметки в 4.11% (+7бп к уровню открытия). Этому способствовали весьма сильная макроэкономическая статистика (значительно выше ожиданий оказался индекс занятости **ADP**); подписание Президентом США указа о господдержке Fannie Mae и Freddie Mac и выделении средств на рефинансирование проблемных ипотечных кредитов. Кроме того, вчера Казначейство объявило о проведении на следующей неделе аукционов по 10- и 30-летним нотам. Объем размещаемых бумаг будет несколько выше обычного – 17 и 10 млрд. долл., соответственно.

ЦЕНТРОБАНКИ ПОДДЕРЖАТ РЫНОК

Однако вскоре тренд развернулся. **ФРС** совместно с ЕЦБ и Национальным Банком Швейцарии распространило сообщение о **продлении сроков действия введенных ранее чрезвычайных мер** по поддержанию ликвидности. Программы PDCF (кредитование первичных дилеров на рынке ценных бумаг) и TSLF (временного обмена бумаг, обеспеченных активами, на US Treasuries) были продлены до конца января следующего года. Более того, чиновники приняли решение увеличить объем предложения в рамках TSLF на 50 млрд. за счет организации аукционов по опционам на UST; ввести дополнительный аукцион TAF (программа кредитования депозитарных учреждений) сроком на 84 дня в дополнение к существующему 28-дневному, а также увеличить объем своп-линии с ЕЦБ на 5 млрд. долл. Европейские центробанки, в свою очередь, также введут 84-дневные аукционы. В официальном сообщении ФРС упомянуло «слабость» финансовых рынков и отметило, что введенные меры могут быть отменены, как только конъюнктура рынков стабилизируется.

На наш взгляд, эти меры ФРС свидетельствуют о том, что пока регулятор не будет спешить с повышением ключевой ставки. В самом деле – довольно странно было бы повышать ее, при этом предпринимая столь существенные шаги по наполнению рынков ликвидностью. Похоже, участники рынка придерживаются такой же точки зрения: вероятность повышения ставки на сентябрьском заседании сейчас оценивается рынком в 38% против 60% неделей ранее. Доходности **UST** после публикации сообщения ФРС начали снижение и завершили день на уровне открытия. 10-летняя нота к концу дня торговалась с доходностью 4.05% (+1бп).

В США сегодня будет опубликован предварительный прогноз по **ВВП** за 2 квартал текущего года. Особенно интересны эти данные в свете вчерашнего заявления МВФ – фонд повысил свои прогнозы по росту ВВП США в 2008 г. с 0.5% до 1.3%, упомянув, впрочем, что экономика страны «переживает сложные времена».

EMERGING MARKETS

В сегменте развивающихся стран динамику «лучше рынка» показали облигации Турции. Конституционный Суд вчера отклонил иск о приостановлении деятельности правящей партии страны, и котировки облигаций резко пошли вверх. Спрэд **EMBI+ Turkey** сузился до 305бп (-13бп), **EMBI+** - до 278бп (-3бп).

Российский бенчмарк **RUSSIA30** (YTM 5.64%) почти не изменился в цене, спрэд к UST10 продолжает колебаться у отметки в 160бп. В корпоративном сегменте день начался с довольно активных продаж. На новостях о претензиях ФАС к Евразу и Распадской резко потеряли в цене облигации последних, а также и выпуски других металлургических и угольных компаний: **TRUBRU11** (YTM 10.01%), **CHMFRU14** (YTM 9.57%), **KUZBAS10** (YTM 9.47%). Ближе к вечеру их цены несколько скорректировались вверх, по итогам дня снизившись примерно на 1/4 пп. А вот выпуски **RASPAD12** (YTM 9.16%), **EVRAZ15** (YTM 9.39%) завершили день куда хуже: их котировки упали на 3/4-1пп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЕЩЕ ОДИН ТЕХНИЧЕСКИЙ ДЕФОЛТ

На этот раз компания **Держава** не смогла в срок выплатить купон держателям облигаций (Источник: **Ведомости**). В компании заверяют, что в течение 3-4 дней деньги будут перечислены, связывая просрочку с непредвиденными разрывами краткосрочной ликвидности. Также на следующей неделе компании предстоит пройти оферту. Очередной технический дефолт, конечно, потреплет нервы инвесторам. Не исключено, что растущая нервозность выльется в продажи облигаций **2/3-го эшелонов**.

ЛИКВИДНОСТЬ ПОПОЛНЯЕТСЯ…

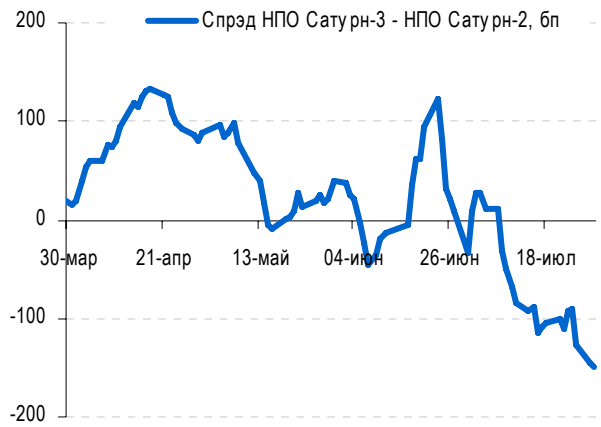
Ситуация с рублевой ликвидностью постепенно выправляется. Вчера объем операций **прямого репо с ЦБ** ожидаемо сократился – банки заняли порядка 96 млрд. рублей (почти на 100 млрд. меньше, чем во вторник). Ставки **overnight** большую часть дня находили на отметке около 6%.

ЦБ продолжает покупать валюту – объем его вчерашних интервенций, по оценкам наших дилеров, составил порядка 800 млн. долл. Однако, вероятно, сейчас основным источником поступления рублевых средств в банковскую систему является бюджет (традиционно для конца месяца). Кстати, судя по последним 2-м дням, регулятор, как и обещал, снизил свою активность на валютном рынке – до окончания периода налоговых выплат он покупал ежедневно примерно по 1.5 млрд. долл. Одновременно стоимость бивалютной корзины, по итогам вчерашних торгов, выросла примерно до 29.33-29.34 рублей (-2-3 копейки).

…НО ДОЛГОВОЙ РЫНОК ЭТОГО ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ЗАМЕЧАЕТ

В рублевых облигациях все также погоду делают продавцы, продавливая котировки все ниже и ниже. По-прежнему практически в «свободном падении» находятся облигации **АИЖК** – вчера цены длинных выпусков снизились еще примерно на 0.8-1пп, доходности **АИЖК-10** и **АИЖК-11** выросли примерно до 10.75%. Также еще порядка 25бп в цене потерял выпуск **МосОбласть-8** (YTM 9.76%). Впрочем, доходности других облигаций **1-го эшелона** также медленно ползут наверх.

Во **2-м эшелоне** обстановка менее напряженная, благодаря не столь высокой ликвидности. Однако в этом секторе также доминируют продавцы. Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **НПО Сатурн-3** (YTP 12.71%) – его спрэд к более длинному **НПО Сатурн-2** (YTP 11.77%) сейчас, во-первых, отрицательный, а, во-вторых, достиг рекордных -150бп. Правда, в нынешних условиях трудно сказать, как долго ситуация останется «неэффективной»:



БАНКИ ОСТАНУТСЯ БЕЗ КАПИТАЛОВ ФОНДА ЖКХ

Вчера замминистра финансов **А.Силуанов** заявил, что **Минфин** считает неправильной политику размещения временно свободных средств госкорпораций на депозитах в коммерческих банках (Источник: **Интерфакс**). Правда, Министерство властно влиять лишь на политику **Фонда ЖКХ**, тогда как остальные госкорпорации (Олимпстрой, Роснанотех) могут распоряжаться своими капиталами без оглядки на Минфин.

Насколько мы понимаем, речь идет о 40 млрд. рублей, которые должны были бы размещаться на депозитах банков через аукционы на **СПБВ**. То есть, управляющие компании все же получат причитающиеся им 60 млрд. рублей для инвестирования в рублевые облигации (кстати, по слухам, эти деньги уже понемногу просачиваются на рынок).

Взамен депозитов Фонду ЖКХ предлагается покупать **ОФЗ**. Однако дюрация большинства выпусков гособлигаций достаточно велика, что не соответствует финансовым планам госкорпорации (предполагалось, что максимальный срок депозитов составит 2 года). Поэтому не исключено, что Минфину придется организовать специально для Фонда короткие выпуски ОФЗ или ГСО.

На наш взгляд, новость носит умеренно-негативный характер для долгового рынка. По сути, эти 40 млрд. рублей будут стерилизованы, а могли бы стать источником среднесрочного фондирования для банков. С другой стороны, основным негативным фактором давления на котировки рублевых облигаций остается все-таки большой «навес» нового предложения, а не недостаток ликвидности. Приход большого объема госсредств в ОФЗ также не добавит ему «рыночности».

МОЭК (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа Московской объединенной энергетической компании (МОЭК) объемом 6 млрд. рублей с офертой через 9 месяцев и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает непосредственно основная операционная компания группы – ОАО «МОЭК». Поручителем является ООО «МОЭК-Финанс».

МОЭК была образована в 2004 г. как аффилированная компания Правительства Москвы (Baa1/BBB+/BBB+) с целью консолидации энергетических активов. На сегодняшний день это крупнейшая российская теплоэнергетическая компания, собственные генерирующие мощности которой позволяют производить до 25% тепла, потребляемого в Москве. На сегодняшний день основным акционером МОЭКа по-прежнему остается правительство Москвы; крупным миноритарием является Газпром.

На наш взгляд, МОЭК – достаточно крепкий заемщик. Это мощная инфраструктурная монополия, имеющая стратегическую важность для контролирующего акционера. Долговая нагрузка МОЭК пока крайне незначительна. Поддержка со стороны ключевого собственника выражается в «инъекциях» капитала, намерениях повышать тарифы МОЭК в будущем, а также в регулярных субсидиях на покрытие убытков (кстати, мы согласны с предложенным в документах к размещению подходом, когда субсидии включаются в расчет «аналитической» выручки и прибыли).

Мы думаем, что, если МОЭК получит рейтинг (насколько мы знаем, компания ожидает присвоения рейтинга этой осенью), то он с высокой долей вероятности будет инвестиционной категории или на уровне Ba1/BB+. Хорошим «бенчмарком» в данном случае является Водоканал Санкт-Петербурга (Baa3/BBB-, на ступень ниже «городского» рейтинга Санкт-Петербурга).

Конечно же, кредитный профиль МОЭК не лишен недостатков. Среди них мы отмечаем низкий уровень информационной прозрачности (отчетность по РСБУ пока нерепрезентативна, а публикация консолидированной отчетности по МСФО планируется не раньше осени 2008 г.), недостаточно прозрачную систему регулирования, а также высокие инвестиционные аппетиты (порядка 54 млрд. руб. до 2013 г. капвложений, плюс возможные денежные расходы на консолидацию «дочек»). Однако сильные стороны МОЭК в значительной степени компенсируют эти риски.

Ориентир организаторов займа обозначен на уровне 10% по ставке купона. Мы бы не назвали его щедрым в текущих условиях, особенно учитывая отсутствие у компании кредитных рейтингов и, соответственно,

перспектив быстро увидеть бумагу в Списке репо ЦБ. Однако и неадекватно низкой такую доходность тоже не назовешь – бумага достаточно короткая; приличный объем займа и крепкий состав синдиката обещают ликвидность и умеренную «репуемость». Еще раз повторим, что в части кредитного риска в отношении МОЭК у нас нет никаких опасений.

Финансовая отчетность ОАО «МОЭК», РСБУ

млн. руб.	**2006 г.**	**2007 г.**
Выручка	39 192	42 781
Субсидии	8 811	8 939
Операционная прибыль с учетом субсидий	4 055	1 992
Чистая прибыль	7 232	1 387
Финансовый долг	0	116
Собственный капитал	15 786	17 173
Активы	24 922	36 588
Основные коэффициенты		
Операционная рентабельность	8.4%	3.9%
Чистая рентабельность	15.1%	2.7%
Финансовый долг/Операционная прибыль	0	0.05

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 Потятынник
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.Kucherov@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.