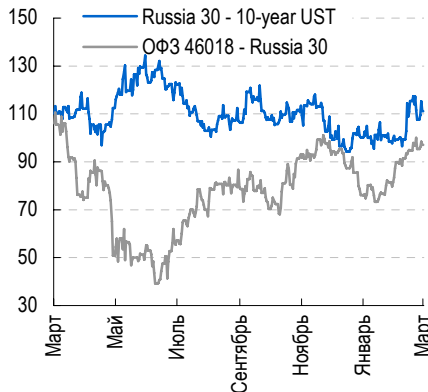
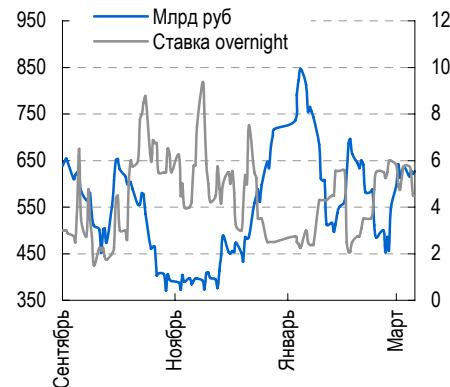


четверг, 15 марта 2007 г.

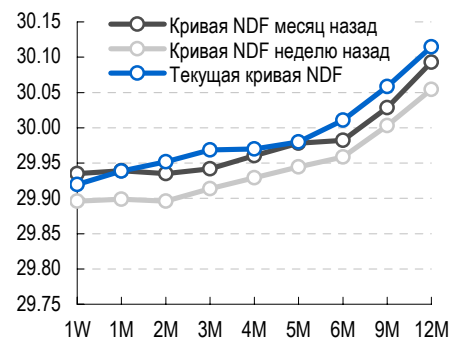
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 мар	Размещение руб.обл. Якутскэнерго-2
15 мар	Выплата ECH, страховых взносов
15 мар	PPI (индекс цен производителей) в США
15 мар	Initial Jobless Claims в США
15 мар	Размещение руб.обл. КИТ-Финанс-2
16 мар	CPI (индекс цен потребителей) в США
20 мар	Выплата НДС
20 мар	Размещение руб.обл. КМПО-Финанс-1

Рынок еврооблигаций

- Рынок **US Treasuries** решил обратить внимание на статистику. О прошедших и предстоящих первичных размещениях – Eurochem, TNK-BP, Promsvyazbank, MIRAX, LENSPECSMU. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Помимо налогов, давление на денежный рынок в ближайшие недели будет оказывать аукционы по продаже активов ЮКОСа. Мы сохраняем умеренно-негативный взгляд на ставки overnight/РЕПО. **МОИТК:** корректировка комментария (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Якутскэнерго (NR): комментарий к размещению (стр. 3).**
- Вкратце: ВолгаТелеком (S&P BB-) опубликовал предварительные результаты по РСБУ за 2006 г.** Как следует из отчетности, рентабельность продаж компании в 4-м квартале составила лишь 10.6% против 26.1% по итогам 9 месяцев. Насколько мы понимаем, причины те же, что и в случае с Сибирьтелекомом, который в 4-м квартале получил операционный убыток (см. наш комментарий от 5 марта). Мы предполагаем, что снижение рентабельности вызвано мерами по повышению эффективности (как это ни парадоксально), а именно – сокращением персонала и связанными с этим дополнительными единовременными выплатами. В 2006 г. Волгателеком сократил численность персонала примерно на 20%. Расходы компании на оплату труда в 4-м квартале составили 3.2 млрд. руб. против 1.5 млрд. в среднем в 1-3 кварталах. Долговая нагрузка ВолгаТелекома остается на консервативном уровне (Долг/EBITDA чуть больше 1x). Учитывая все перечисленное, мы не видим поводов для расширения спрэдов облигаций компании.
- Вкратце: Разгуляй (NR) может провести допэмиссию акций на 1.7 млрд. руб. в случае,** если котировки акций выйдут на уровень цены первичного размещения (USD4.8 против USD4.3 сейчас). Об этом компания сообщила в ходе маркетинга своего нового выпуска облигаций (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, новости о планах допэмиссии сами по себе будут оказывать давление на котировки акций, что снижает вероятность ее реализации. Что же касается нового выпуска облигаций Разгуляя, то он «заместит» выпуск 1-й серии (3 млрд. против 2 млрд.). Облигации 2-й серии сейчас торгуются на уровне 10.85% к оферте в апреле 08 г.
- Вкратце: Абсолют Банк (B1/B) планирует продажу акций стратегическому инвестору или IPO** (Источник: Bloomberg со ссылкой на инвестмеморандум). На наш взгляд, такие новости будут оказывать поддержку облигациям банка.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.54	+0.05	-0.27	-0.16
EMBI+ Spread, бп	185	-3	+17	+16
EMBI+ Russia Spread, бп	112	-2	+12	+16
Russia 30 Yield, %	5.65	0	-0.16	0
ОФЗ 46018 Yield, %	6.62	-0.01	0	+0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	550.5	+2.9	+159.1	-115.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	76.3	+2.7	-166.2	-38.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	98.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.24	+1.70	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	-0.02	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	61.1	+0.2	+3.5	+0.4
Индекс РТС	1779	-38	-116	-131

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчера рынок **US Treasuries** предпочел на время забыть о проблемах американского ипотечного рынка и обратить внимание на экономическую статистику. Доходность 10-летних UST выросла на 46п до 4.54% на неплохих данных по импортным ценам и торговому балансу. Сегодня будут опубликованы индекс цен производителей (**PPI**) и данные по безработице, а завтра - **CPI** и индекс промышленного производства.

Котировки облигаций **Emerging Markets** пока существенно не меняются. Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 36п до 1856п за счет роста доходностей UST.

Котировки **Russia 30** колеблются в диапазоне 113 7/16 – 113 9/16 (5.65%, UST+1136п). Котировки корпоративных выпусков выглядят чуть слабее. В «корпоративках» ценовые изменения минимальны. Торговая активность концентрируется в новых выпусках. Облигации **Eurochem 2012** вчера торговались на уровне 100 3/8 – 100 5/16, а новые выпуски ТНК-ВР – на 1/16 ниже цен размещения (99 11/16 – 99 7/8 в выпуске **TMENRU 12** и 99.0 – 99 ¼ в **TMENRU 17**). Мы также видели спрос в новом CLN MIRAX (9.45%) чуть выше номинала.

Вчера мы не сообщили о завершении доразмещения облигаций Промсвязьбанка (**PROMBK 11**). Объем доразмещения составил USD 100 млн, цена – 100.25%. Выпуск представляется нам привлекательным – до выхода новостей о доразмещении котировки находились на уровне 101.50. Мы предполагаем, что рынок достаточно быстро «переварит» новое предложение, и котировки выпуска подрастут, как это было в случае с облигациями **Петрокоммерца (PETRRU 09-2)** сейчас 100 3/8 при цене доразмещения 100.00).

«Незаметно» для российских участников рынка свой первый крупный выпуск еврооблигаций разместил **Пробизнесбанк** (Fitch B-, объем USD 200 млн., купон 8.75%, срок - 1 год). Ставка кажется нам агрессивной – полугодовой рублевый выпуск банка торгуется с доходностью около 11.0%.

Вчера стало известно о планах по размещению крупного выпуска еврооблигаций **Газпромбанка (Ваа2/BBB-)** и **CLN ЛенСпецСМУ (S&P B)**. Для последнего ориентира по купону озвучены на уровне 9.0-9.5% (оферта 3 года). На наш взгляд, это достаточно агрессивный прайсинг, учитывая результаты размещения более короткого выпуска CLN MIRAX (2 года, 9.45%), а также присутствующий в рублевых облигациях положительный спрэд между выпусками ЛенСпецСМУ и Миракс Групп в размере 50 бп. Технически размещение большого объема риска одной компании вслед за другой также представляется более сложным.

Рынок рублевых облигаций

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

Итоги вчерашних аукционов по доразмещению **ОФЗ 46018** (УТМ 6.64%) и **ОФЗ 46020** (УТМ 6.90%) оправдали наши ожидания – спрос превысил предложение в 2 раза, а Минфин пошел на предоставление небольшой премии к уровням вторичного рынка (1-26п). После размещения рынок в этих выпусках встал чуть выше средневзвешенных цен размещения.

Несмотря на достаточно неплохие результаты аукционов, котировки большинства выпусков **ОФЗ** и первого эшелона вчера снизились на 10-15бп. Активных покупок во 2-3 эшелоне мы тоже не отметили.

Этому способствовал рост ставок денежного рынка (до 7-8%, сегодня утром мы видим те же уровни). Напомним, что сегодня производится уплата **ЕСН**. Помимо этого, ЦБ проведет размещение **ОБР-1** на 250 млрд. руб. Учитывая, что сегодня же Центробанк погашает выпуск **ОБР-2**, «чистое изъятие» ликвидности может составить около 100-150 млрд. руб. По всей видимости, главным покупателем ОБР станет Сбербанк, располагающий большим объемом избыточной ликвидности после проведения IPO. Еще одним фактором, который будет оказывать давление на денежный рынок в ближайшие недели, станут аукционы по продаже активов ЮКОСа (значительная часть средств от продажи будет направлена в бюджет). Поэтому мы

сохраняем умеренно-негативный взгляд на перспективы ставок overnight/РЕПО, и ожидаем слабости в котировках ОФЗ и выпусков первого эшелона.

В нашем вчерашнем комментарии мы упоминали, что облигации **МОИТК-1** (УТМ 9.42%) выглядят дешево, учитывая ориентиры организаторов по готовящемуся выпуску **МОИТК-2**. Нам стало известно, что последняя версия *price-talk* по купону нового выпуска – 9.3%, что соответствует доходности на уровне 9.53%. Учитывая этот факт, облигации **МОИТК-1** не выглядят очевидно недооцененными. Тем не менее, мы по-прежнему оптимистично смотрим на перспективы выпусков МОИТК.

Сегодня пройдут размещения облигаций **Инвестиционного банка КИТ Финанс** и **Якутскэнерго**. Выпуск КИТ Финанса мы комментировали вчера. Наши мысли по поводу Якутскэнерго представлены ниже.

Якутскэнерго (NR): комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение второго выпуска ОАО АК «Якутскэнерго» объемом 1.2 млрд. рублей сроком на 5 лет с двухлетней офертой. После оферты выпуск амортизируется – через 3 года погашается 10% номинальной стоимости, через 4 года – еще 10% и оставшиеся 80% - через 5 лет.

Якутскэнерго представляет собой одно из немногих в России изолированных региональных АО-энерго, которое, согласно концепции реформы отрасли, сохранит вертикально-интегрированную структуру (т.е. сеть, генерацию и сбыт). После проведения необходимых мероприятий по реформированию Якутскэнерго, генерирующие мощности компании представлены двумя ГЭС, 1 ГРЭС, 1 ТЭЦ и большим количеством дизельных электростанций. В настоящее время контролирующим акционером компании выступает РАО ЕЭС России (54.9%). Судя по составу Совета директоров, крупным акционером Якутскэнерго является угольная группа СУЭК.

Среди сильных сторон Якутскэнерго мы бы хотели отметить:

- Статус компании как инфраструктурной монополии, предоставляющей социально важные для Республики Якутия услуги
- Достаточно неплохие финансовые показатели (2006 г.: EBITDA margin 12.7%, Долг/EBITDA 2.2x, см. табл.)

К недостаткам кредитного профиля Якутскэнерго мы относим:

- «Социальную нагрузку» по обеспечению электроэнергией удаленных районов Республики. Речь идет о примерно 100 дизельных электростанциях, разбросанных по всей территории Якутии. Из меморандума следует, что на эти станции приходится лишь около 5% выработки электроэнергии, и около 50% (!!!) расходов на сырье – станции потребляют дорогое дизтопливо. Поддержание работы дизельных станций обходится компании (по нашим оценкам) примерно в 2 млрд. руб. убытков ежегодно. Этот бизнес субсидируется в основном за счет дешевой гидрогенерации. Насколько мы понимаем, кардинально решить проблему дизельных станций за счет строительства сетей в ближайшее время вряд ли удастся.
- Высокую концентрацию базы потребителей. На 4-5 крупнейших клиентов (АК АПРОСА, Якутуголь, Алданзолото, проч.) приходится около половины выручки компании. Мы надеемся, что кроме АК АПРОСА, построившей и запустившей собственную ГЭС, никто из крупных и привлекательных клиентов в ближайшее время не займется строительством генерирующих мощностей.
- Высокий уровень износа и аварийности активов, сочетающийся с ограниченными инвестиционными возможностями.

- Неопределенность судьбы компании в свете планируемой ликвидации РАО ЕЭС России. Мы не видим в этом большой проблемы (государство в том или ином виде, вероятно, останется крупным акционером Якутскэнерго, будь то передача компании в ГидроОГК, ФСК или холдинг изолированных АО-энерго или еще чего-нибудь), но, тем не менее, это создает кредиторам некоторый дискомфорт.
- Неопределенность перспектив тарифной политики, в частности того, будет ли регулятор (региональная администрация и ФСТ) обеспечивать покрытие растущих затрат компании на топливо.

Мы также хотели бы отметить, что, по нашим ощущениям, с точки зрения внимания государства и частных инвесторов, Якутскэнерго находится несколько не «в фокусе». В центре внимания – ОГК, ТГК, ФСК, сетевые компании. Поэтому в стресс-сценарии (скажем, в момент оферты через 2 года) помощь если и будет оказана, то скорее со стороны региональных властей.

Ориентиры организаторов (синдикат под 8.65% купон, 8.83% доходность) представляются нам «справедливыми». Мы сравниваем выпуск Якутскэнерго с облигациями Башкирэнерго (8.36% к оферте в марте 2009 г., рейтинг Башкортостана выше рейтинга Якутии на 1 ступень), Ленэнерго (8.72% 5 лет) и маркируемого сейчас выпуска сетевой компании Тюменьэнерго (мы слышали о 8.5% на 3 года).

Ключевые финансовые показатели, РСБУ			
Млн. руб.	2004	2005	2006П
Выручка	10 480	11 581	13 271
ЕБИТДА	1 755	1 000	1 680
Чистая прибыль	370	471	310
Финансовый долг	1 885	2 667	3 806
Собственный капитал	16 107	16 757	12 885
Ключевые показатели			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	16.7%	8.6%	12.7%
Рентабельность чистой прибыли (%)	3.5%	4.1%	2.3%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.1	2.7	2.2
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.2	0.3

Источник: данные компании



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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@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

Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@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

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@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.

© 2006, 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.