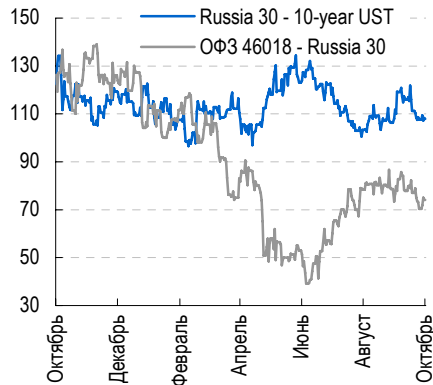
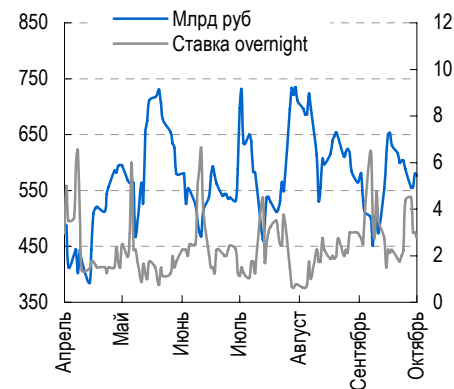


четверг, 19 октября 2006 г.

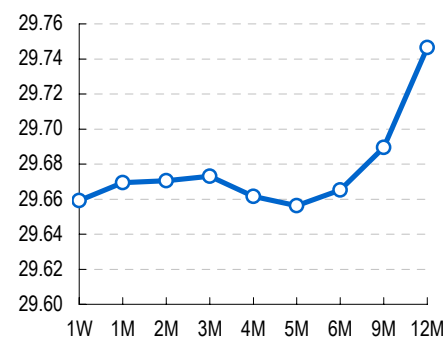
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро



Календарь событий

19 октября	Данные по jobless claims
19 октября	Размещение рубл.обл. Единая Европа
23 октября	Размещение рубл. обл. ПФПГ
25 октября	Размещение рубл. обл. Белгор. Обл.
Октябрь	Рoad-шоу КЗОС, Дон-Строй
Октябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Газпром, Зенит
24 октября	Размещение рубл. обл. Яросл. Обл.
24 октября	Размещение рубл. обл. Сibaкадем.
25 октября	Размещение рубл. обл. Белгор. Обл.

Рынок еврооблигаций

- Среда оказалась похожа на вторник: комбинация статистики по инфляции и рынку жилья оставила UST на месте. Облигации **Emerging Markets** демонстрируют рост
- Крупные покупки в **Russia 30**. Сохраняется спрос на корпоративки. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- **ОФЗ 25059** доразместили без всякой премии с большим переспросом. После аукциона подрос длинный конец ОФЗ, сохранился спрос во 2-м эшелоне
- Объем рублевой ликвидности снизился, но остается на комфортном уровне. Завтра пройдут налоговые выплаты (стр.2)

Новости и идеи

- **Кредитный комментарий: Казаньоргсинтез (NR/B-/B)**. На наш взгляд, по уровню кредитного качества КОС практически не уступает НКНХ, при этом дебютный выпуск КОСа предлагает привлекательную премию к **NKNK 2015_10**.
- **Кредитный комментарий: Единая Европа (NR)**. На наш взгляд, справедливая доходность по выпуску составляет около 11.0%.
- **Вкратце: Fitch** пересмотрело со «Стабильного» на «Позитивный» прогноз рейтинга **Центртелекома (B-/NR/B-)**, отметив существенное снижение долговой нагрузки и улучшение структуры долга. На наш взгляд, S&P тоже вскоре предпримет позитивные рейтинговые действия в отношении Центртелекома, а также **ЮТК** – двух компаний с самыми слабыми рейтингами из группы Связьинвест. Обе компании демонстрируют серьезные успехи в увеличении рентабельности и улучшении показателей покрытия долга.
- **Вкратце: ТМК (B2/B+)** объявила ценовой диапазон по своим акциям, а IPO вступило в свою завершающую стадию. В соответствии с указанным диапазоном компания оценена в USD4.0-4.7 млрд., при этом контролирующий акционер, продающий акции, сможет выручить от сделки USD0.8-1.0 млрд. и сможет погасить задолженность перед ТМК на сопоставимую сумму. На наш взгляд, успешное завершение IPO уже учтено в котировках облигаций компании. Выпуск **ТМК 2009** с момента размещения снизил доходность почти на 50bp.
- **Вкратце: По инициативе МЭРТ** вчера было перенесено заседание совета директоров ПАО ЕЭС, на котором должно была быть решена судьба допэмиссии **Мосэнерго (B)** на US\$2.1 млрд. в пользу Газпрома. На наш взгляд, в котировках облигаций Мосэнерго уже учтен переход компании под контроль Газпрома. Если этого не произойдет, вероятно расширение спрэдов выпусков Мосэнерго.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Изменение			
	Закрытие	1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.76	-0.01	+0.02	+0.36
EMBI+ Spread, бп	186	-2	-5	-59
EMBI+ Russia Spread, бп	107	+1	+1	-11
Russia 30 Yield, %	5.84	0	-0.01	+0.30
ОФЗ 46018 Yield, %	gldn us	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	383.1	+0.1	+30.9	-107.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	193.4	-3.7	-24.7	+78.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	3.2	-	-	-
Overnight RUR, %	3	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	0	+0.01	-1.19
Нефть (брент), USD/барр.	59.6	-1.4	-2.6	+1.5
Индекс РТС	1626	+17	+49	+504

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Среда на рынке US Treasuries во многом повторил события вторника, с той лишь разницей, что вчера первыми вышли сильные данные по рынку жилья, а лишь потом – цифры по умеренной инфляции. В результате дернувшиеся вверх доходности UST по итогам дня вернулись на исходные позиции (UST10 YTM 4.76%, UST2 YTM 4.84%).

В сегменте долгов EM продолжается сокращение спрэдов. Котировки облигаций **Бразилии, Турции, Мексики** выросли на 1/8-3/8 пп, а спрэд EMBI+ сократился на 2бп до 186бп.

В российском сегменте вчера была отмечена достаточно высокая активность. В наиболее ликвидном выпуске Russia 30 прошли крупные объемы – покупателями выступали нерезиденты. Тем не менее, спрэд остался в диапазоне 107-109бп.

В корпоративном секторе российских еврооблигаций по-прежнему наблюдается высокий спрос в длинных бумагах: **Evraz 15, Vimpelcom 16, Gazprom 34, Alrosa 14, NKNK 15_10**.

Сегодня будут опубликованы данные по рынку труда в США. Мы полагаем, что в случае сохранения стабильности на рынке UST в российском сегменте продолжатся покупки.

Рынок рублевых облигаций

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

Основным событием вчерашнего дня на российском рынке облигаций стало доразмещение 11 млрд. **ОФЗ 25059**. Формально спрос на аукционе аж в 5 раз превысил предложение – по всей видимости, участники рынка выставили большой объем конкурентных заявок для того, чтобы иметь возможность поставить неконкурентные заявки. Выпуск разместился без всякой премии (даже с небольшим дисконтом) к рынку – доходность по средневзвешенной цене составила 6.26%. После окончания аукциона рынок был настроен оптимистично. Котировки длинных выпусков ОФЗ выросли на 5-10бп.

В корпоративных облигациях продолжился рост в 1-м эшелоне. На наш взгляд, сейчас привлекательно выглядят выпуски **РЖД**, которые последние два дня несколько отставали от рынка. Котировки **ФСК-3** выросли вчера на 7бп пунктов, но мы полагаем, что у бумаги еще остается потенциал роста – она по-прежнему выбивается из кривой доходности ФСК.

Второй эшелон также чувствовал себя очень уверенно. Был отмечен спрос и рост котировок **Русснефть-1, Мечел-2, Аптеки 36.6-1, ЧТПЗ-1**. Котировки **ЦентрТелеком-4** выросли вчера на 15бп, чему способствовало изменение агентством Fitch прогноза рейтинга компании на «Позитивный». Продолжаются покупки в **Миракс-1**, при этом чуть позабыт торгующийся на форвардах 2-й выпуск строительной компании.

Сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ по состоянию на сегодняшнее утро снизилась на 3.6 млрд. рублей до 576.5 млрд. рублей. На завтра намечена уплата НДС, но, мы полагаем, что она пройдет без резкого ухудшения ситуации с ликвидностью.

Казаньоргсинтез (NR/B-/B): кредитный комментарий

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

На этой неделе завершается размещение 5-летних еврооблигаций Казаньоргсинтеза (КОС) на сумму USD200 млн. Ориентир по доходности нового выпуска, объявленный организатором по итогам роад-шоу – 9.25%. При этом 10-летний выпуск еврооблигаций Нижнекамскнефтехима НКНХ 2015_10 в настоящее время предлагает доходность на уровне 8.25% к путу через 4 года. Мы полагаем, что по уровню кредитного качества КОС практически не уступает НКНХ, поэтому считаем новый дебютный еврооблигаций КОСа прекрасной инвестиционной возможностью.

И КОС и НКНХ являются нефтехимическими предприятиями, расположенными в Республике Татарстан (Ba1/BB-/BB). НКНХ более чем втрое превосходит КОС в объемах производства и выручки. Ассортимент продукции двух компаний несколько отличается (НКНХ производит в основном каучуки и мономеры, у КОСа продукты с более высокой добавленной стоимостью – различные виды полиэтилена), при этом обе компании занимают достаточно сильные рыночные позиции по своим ключевым продуктам. Основными поставщиками сырья в обоих случаях выступают группы Татнефть и Газпром.

У КОС и НКНХ компаний общие основные акционеры. В обеих компаниях Республика Татарстан через свой холдинг Связынвестнефтехим владеет примерно одинаковым пакетом (28.4% и 28.6% акций). Крупнейший частный промышленный холдинг ТАИФ владеет контрольным пакетом КОСа (52%) и управляет контрольным пакетом НКНХ (25.6% в собственности, еще 50% в доверительном управлении на 5 лет, в т.ч. пакет Республики).

Обе компании имеют достаточно амбициозные планы развития и инвестиционные программы, направленные в первую очередь на модернизацию и увеличения мощностей. Реализация этих программ может привести к росту долговой нагрузки.

Ключевые финансовые показатели НКНХ и КОСа

МСФО, млн. USD	НКНХ 2005	КОС 2005
Выручка	1,588	468
ЕБИТДА	207	115
Чистая прибыль	32	61
Финансовый долг	547	199
Чистый долг	380	184
Собственный капитал	698	379
Активы	1,593	664
ЕБИТДА margin	13.1%	24.6%
ЕБИТДА/проценты	6.9	44.9
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.6	1.7
Чистый долг/ЕБИТДА	1.8	1.6
Финансовый долг/Собственный капитал	0.8	0.5

Источник: данные компаний, оценки МДМ-Банка

Финансовые показатели КОСа пока выглядит даже чуть лучше, чем показатели НКНХ, особенно обращает на себя значительно более высокая рентабельность КОСа. Вместе с тем, мы ожидаем, что после размещения еврооблигаций и реализации основной стадии своей инвестпрограммы уровень долговой нагрузки КОСа может превысить показатели НКНХ.

Комбинация кредитных рейтингов у КОСа (B- S&P, B от Fitch) выглядит чуть слабее, чем у НКНХ (B2 от Moody's, B+ от Fitch). Единственное общее у двух компаний агентство Fitch поставило КОС на 1 ступень ниже НКНХ. По нашему мнению, различия в кредитном качестве КОСа и НКНХ не стоят и 1 ступени рейтинговой шкалы.

Единая Европа (NR): Кредитный комментарий

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

Сегодня с дебютным выпуском рублевых облигаций (1.2 млрд. руб., оферта 2 года) на рынок выходит группа компаний «Единая Европа» - один из крупнейших игроков на российском рынке косметики и парфюмерии. По своему основному направлению деятельности – дистрибуции (половина выручки по итогам 2005 г.) – компания входит в тройку лидеров на рынке и имеет перспективы усиления позиций по мере вытеснения своего основного конкурента Hermitage&Star Beauty. При этом «Единая Европа» выбрала стратегию на развитие более высокорентабельных направлений деятельности, в первую очередь – розничной торговли. Доля розницы в выручке группы за последний год выросла с 23% до 36%.

Привлеченные посредством облигаций средства планируется потратить как на расширение собственной сети магазинов «Иль де Ботэ», так и на частичное погашение ранее привлеченных займов. Инвестиционная программа группы на 2006 г. достаточно обширна: открытие 14 новых магазинов, строительство офисно-логистического центра «Внуково», расширение и модернизация мощностей по производству косметики. Еще два направления, которые группа считает перспективными – это производство косметики и логистика. В частности ожидается, что развитие логистики позволит изменить ситуацию с падающей рентабельностью в сегменте дистрибуции.

Можно ожидать, что облигационный заем ухудшит показатели долговой нагрузки по итогам 2006 г. – соотношение Долг/ЕБИТДА скорее всего превысит 4х, а показатель Долг/Собственные средства превысит 2х. Однако, в случае успешной реализации инвестиционной программы уже в 2007г. ситуация должна улучшиться как за счет роста рентабельности дистрибуции, так и за счет увеличения доли других более рентабельных бизнес-сегментов. Не смотря на серьезных конкурентов в розничном сегменте (например, Арбат Престиж и Л'Этуаль), прогнозы стабильного роста потребления косметики и парфюмерии внушают оптимизм – пространства для роста должно хватить всем.

Ключевые финансовые показатели Группы «Единая Европа» и конкурентов по розничному сегменту

Млн. USD, US GAAP	Единая Европа 2004	Единая Европа 2005	Единая Европа 6 мес. 2006	Арбат Престиж 2005	Л'Этуаль 2005
Выручка	4092	6056	3641	5457	5958
Валовая прибыль	844	1125	666	1797	3072
ЕБИТДА	525	711	381	512	952
Чистая прибыль	306	353	232	94	528
Финансовый долг	797	1739	2337	3979	1228
Собственный капитал	950	1237	1352	1837	1292
Ключевые показатели					
Валовая рентабельность	21%	19%	18%	33%	52%
ЕБИТДА margin (%)	13%	12%	10%	9%	16%
ЕБИТДА/проценты (x)	4.6	4.7	3.8	2.1	7.8
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	1.5	2.4	3.1	7.8	1.3
Финансовый долг/Собственный капитал	0.8	1.4	1.7	2.2	1.0

Источник: агрегированная управленческая отчетность компаний

В настоящее время группа реструктурируется в вертикально интегрированный холдинг, при этом компания-эмитент ООО «Единая Европа» будет являться управляющей компанией. Конечные бенефициары (Денисов И.В. 50%, Володин В.Л. 25% и Грибков А.В. 25%) не изменятся. Пока компания не подготовила консолидированную отчетность по МСФО.

По сравнению с группой «Арбат-Престиж» (10.65% к оферте менее чем через год), перегруженной долгом, но имеющей обширный портфель недвижимости, «Единая Европа» кажется нам чуть более сильной по уровню кредитного риска. Тем не менее, в сегменте продуктовой розницы (наименее рискованный на наш взгляд сегмент ритейла) все еще есть интересные выпуски с доходностью 10.5-11.0% годовых (АЛПИ, Монетка). Поэтому справедливую доходность по дебютному двухлетнему облигационному займу мы оцениваем на уровне 11.0-11.5% годовых.



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
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

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

Соуправляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Ким Искян

Kim.Iskryan@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbanl.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@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
----------------	-----------------------------

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

Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com

Электроэнергетика

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@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, 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.