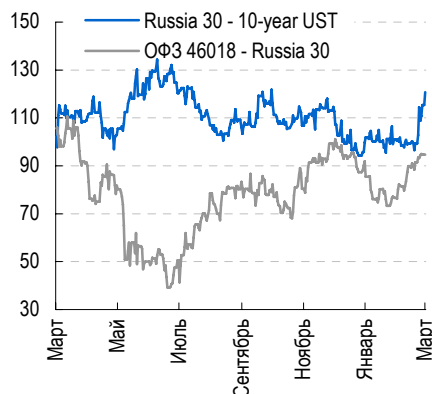


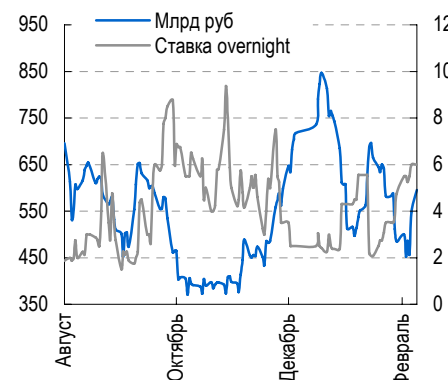
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 5 марта 2007 г.

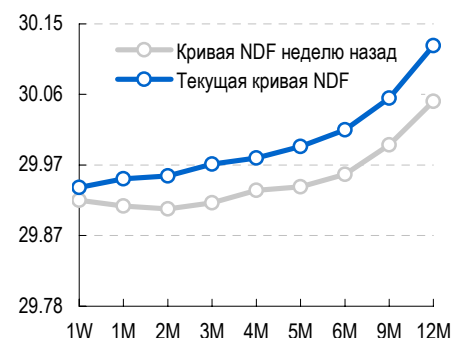
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

5 мар	Индекс ISM Non-Manufacturing
5 мар	Размещение руб.обл. МИК-1
6 мар	Размещение руб.обл. Лебедянский-2
6 мар	Размещение руб.обл. Веха-Инвест-1
6 мар	Размещение руб.обл. МИАН-1
6 мар	Размещение руб.обл. Уралэлектромедь
6 мар	Размещение руб.обл. Ренессанс-1
7 мар	"Бежевая Книга" ФРС

Рынок еврооблигаций

■ «Бегство к качеству» продолжается. Российский спрэд расширяется настолько, насколько снижаются доходности UST. **Петрокоммерц** пошел на предоставление хорошей премии при доразмещении (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

■ Похоже, что ликвидность, имеющая отношение к IPO Сбербанка, заморожена. На фоне **Карусели** интересно выглядят другие продуктовые ритейлеры (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

■ **КОКС (NR): об агрессивной финансовой политике** и других поводах для расширения спрэдов (стр. 3).

■ **Сибирьтелеком (Fitch B+)** в 4-м квартале 2006 г. получил операционный убыток. Это следует из опубликованной компанией неконсолидированной отчетности по РСБУ. Операционный убыток – редкое событие для телекомов Связьинвеста. Как это ни парадоксально, в случае с Сибирьтелекомом ухудшение рентабельности связано с действиями по повышению эффективности бизнеса (стр. 5)

■ **Вкратце: Совет Директоров ПАО ЕЭС утвердил окончательный план реформы.** Согласно плану, большинство ТГК и ОГК будут переданы в качестве вклада в капитал **ФСК** (BB+ от S&P) и **ГидроОГК** (Baa3 от Moody's), которые впоследствии должны будут продать эти активы, а полученные средства использовать для финансирования своих инвестиционных программ. Безусловно, реализация такого плана оказала бы позитивное влияние на кредитный профиль ГидроОГК и ФСК, но лишь в долгосрочной перспективе. Ведь на одобрение и осуществление всех необходимых корпоративных действий уйдет по меньшей мере 9 месяцев, т.е. вряд ли ФСК и ГидроОГК смогут начать продажи переданных им активов ранее 2008 года. Получается, что в 2007 г. их амбициозные инвестиционные программы (91 млрд. и 52 млрд. руб. соответственно), будут либо сокращены, либо в значительной мере профинансированы за счет новых долгов. В связи с этим, в 2007 г. мы считаем вероятным ухудшение показателей долговой нагрузки обеих компаний и появления на рынке новых выпусков облигаций ФСК и ГидроОГК.

■ **Вкратце: МВД возбудило уголовное дело в отношении руководителя одной из компаний группы Евросеть (NR),** который обвиняется в уклонении от уплаты налогов (Источник: Коммерсантъ). Насколько мы понимаем, в отношении самой группы компаний пока нет никаких обвинений. В любом случае, новость носит негативный оттенок. На наш взгляд, это событие еще раз подтверждает, что для розничных сетей, торгующих преимущественно импортной продукцией, бизнес-риски более высоки, чем, скажем, для компаний продуктовой розницы.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.50	-0.05	-0.32	-0.20
EMBI+ Spread, бп	191	+5	+25	+1
EMBI+ Russia Spread, бп	114	+3	+15	+13
Russia 30 Yield, %	5.65	-0.01	-0.18	0
ОФЗ 46018 Yield, %	6.60	-0.01	0	+0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	523.9	+29.2	+111.3	-142.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	71.2	+18.8	-66.8	-43.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	24	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.81	+0.81	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	+0.22	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	62.1	0	+4.0	+1.4
Индекс РТС	1796	-1	-109	-114

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Мы продолжаем наблюдать эффект «бегства к качеству» (flight to quality/risk aversion) – в пятницу доходность **10-летних нот** снизилась на 5бп до 4.50%, а сегодня утром в ходе азиатских торгов опустилась до 4.45%! При этом котировки UST продолжают реагировать в первую очередь на новости с фондовых рынков и американского сегмента sub-prime mortgage debt. Как стало известно в пятницу, один из крупнейших в мире банков – HSBC – сформировал около USD11 млрд. в виде резервов под возможные убытки, которые он может понести на американском рынке ипотечных кредитов.

Давление на облигации **Emerging Markets** пока носит умеренный характер. Спрэд **EMBI+** в пятницу расширился лишь на 5бп до 193бп.

Рынок российских еврооблигаций сохраняет невозмутимость и спокойствие. Котировки **Russia 30** (YTM 5.66%) остаются вблизи магических уровней 113 3/8 – 113 7/16. Спрэд к UST расширяется настолько, насколько снижаются доходности последних. К сегодняшнему утру он составляет уже 121бп.

В корпоративном сегменте отметим несколько сделок по новому долларовому выпуску GAZPROM 2022, который торговался на уровне 100.25-100.50. Котировки транша в евро остались около номинала.

Интересным событием на первичном рынке стало завершение сделки по доразмещению выпуска **Банка Петрокоммерц** (Ba3/B+) с погашением в декабре 2009. Банк доразместил USD125 млн. по номиналу, хотя ранее цена доразмещения озвучивалась на уровне 100 1/4 процентов от номинала. Если учесть, что до выхода новостей о размещении выпуск торговался по 101.0, то участники доразмещения получили хорошую премию, при этом очевидно пострадали держатели «старой» части данного выпуска. Уже сегодня утром котировки этих облигаций стояли на уровне 100 1/4 – 100 3/4.

Также в пятницу завершилось размещение 2-летних еврооблигаций **ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) с плавающим купоном в евро. Объем составил EUR1 млрд., ставка – EURIBOR+60бп. Обращающиеся сейчас на рынке аналогичные выпуски банка (**VTB 07 FRN** и **VTB 08 FRN**) торгуются со српэдом 45-50бп к LIBOR.

На этой неделе в США будет опубликован индекс деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing), данные по рынку жилья (Pending homesales) и важные цифры по рынку труда (Payrolls).

Рынок рублевых облигаций

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

Недостаток свободных рублевых средств в пятницу был достаточно ощутим – ставки денежного рынка доходили до 8%, а объем операций прямого **РЕПО** с ЦБ вырос до 33.4 млрд. рублей. Похоже, что средства, привлеченные Сбербанком в ходе IPO (около 250 млрд. руб.), заморожены до регистрации отчета об эмиссии, а в последствии, вероятно, будут стерилизованы Центробанком через размещение ОБР.

Непривычно высокая стоимость денег в начале месяца в комбинации с общей нервозностью на фондовом рынке привела к продажам в госбумагах и выпусках первого эшелона. Котировки **ОФЗ** в пятницу снизились примерно на 10бп. Выпуск **ОФЗ 46018** (YTM 6.63%) пострадал чуть сильнее, потеряв в цене около 20бп. Остальные же выпуски подешевели, в среднем, на 10бп. Напомним, что на следующей неделе пройдет доразмещение самых длинных **ОФЗ** – 18-й и 20-й серии.

Котировки подавляющего большинства облигаций первого эшелона в пятницу снизились на 10-15бп. Основные продажи были отмечены в **РЖД-7** (-9бп; YTM 7.17%), **ЛУКОЙЛ-4** (-16бп; YTM 7.47%), **ГидроОГК-1** (-17бп; YTM 7.53%), **Газпром-8** (-6бп; YTM 7.17%) и **РЖД-6** (-3бп; YTM 7.04%). После произведенного Москомзаймом обмена коротких облигаций Москвы на более длинные, с уровней обмена до «справедливых» подросли котировки выпусков **Москва-41** (+17бп; YTM 6.49%) и **Москва-47** (+14бп; YTM 6.22%).

В выпусках 2-3 эшелона ситуация по-прежнему стабильна. Отметим спрос в облигациях **Карусель-1** (УТР 9.22%), котировки которых в пятницу выросли еще на 36бп. Толчком к росту послужили появившиеся новости об увеличении вероятности того, что Х5 воспользуется опционом на покупку Карусели. На волне этих слухов цена **Карусель-1** выросла до 101% от номинала, а спрэд к ОФЗ сократился до 315бп (около 400бп в начале февраля). На наш взгляд, планы Х5 могут в любой момент измениться, поэтому покупка на заявлениях менеджмента Х5 – достаточно смелая стратегия. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на облигации других ритейлеров, которые предлагают более высокую доходность **АЛПИ-1** (УТР 11.19%), **Кора-1** (УТР 12.60%), **Монетка-1** (УТР 12.29%), ДИКСИ, Копейка. Учитывая высокий аппетит к поглощениям в сегменте продуктовой розницы, все они теоретически также могут быть приобретены более сильным игроком.

В пятницу мы также видели спрос на выпуск **СТНГЗ-1** (+56п; УТР 11.64%) (см. комментарий от 06 декабря 2006 года, наша цель по спрэду к **Мособлгаз-1** (УТМ 9.06%) – около 100бп), **Юнимилк-1** (+156п; УТР 9.60%) и **Мечел-2** (+26п; УТР 8.12%). Размещение выпуска **Амурметалл-2** (УТМ 9.36%) прошло достаточно успешно.

На этой неделе мы ожидаем медленной стабилизации котировок ОФЗ и облигаций первого эшелона и сохранения спроса в облигациях 2-3 эшелона.

КОКС (NR): сразу несколько поводов для расширения спрэдов

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

Мы видим сразу несколько поводов для расширения спрэдов первого облигационного займа ОАО КОКС (8.67%, ОФЗ+270бп).

Во-первых, в пятницу сама компания сообщила о том, что выиграла конкурс на приобретение контрольного пакета акций Словенской стальной группы SIJ (производит около 500,000 тонн проката в год). Сделка позволит группе КОКС получить синергетический эффект за счет того, что значительная часть никеля, ванадия, ферромолибдена, ферровольфрама, чугуна и хрома, потребляемого SIJ, производится на ее предприятиях. Кроме того, покупка SIJ позволит КОКСу повысить уровень передела собственной продукции. Структура сделки – EUR105 млн. за 55% акций SIJ и обязательство инвестировать около EUR250 млн. в развитие SIJ до 2009 г.

Очевидно, что при всех плюсах для бизнес-профиля группы КОКС сделка приведет к ухудшению показателей долговой нагрузки.

Эта новость стала хорошим поводом взглянуть на свежую отчетность группы, тем более, что уже доступны ее результаты по МСФО за 9 мес. 2006 г. Как следует из отчетности, в течение первых 3-х кварталов 2006 г. КОКС осуществила целую серию приобретений, которые привели к стремительному росту долговой нагрузки. Речь идет о консолидации Уфалейникеля и Режникеля через покупку акций у общих акционеров (цены сделок выглядят более чем адекватно), а также о софинансировании сделки по покупке материнской группой КОКСа (ТМХ) производителя руды КМАруда у НЛМК (чуть меньше USD200 млн. за 60% акций в ходе сделки заплатил сам КОКС).

В результате этих сделок соотношение Долг/EBITDA для КОКСа по итогам 9 мес. 2006 г. составило 3.7х против 0.6х на начало 2006 г. Если учесть, что КОКС в ближайшее время приобретет у общих акционеров производителя чугуна Тулачермет (предприятие имеет низкую рентабельность и высокую долговую нагрузку), а также профинансирует приобретение SIJ, мы не удивимся, если в 2007 г. показатель Долг/EBITDA компании достигнет 5.0х или даже превысит этот уровень. При этом мы учитываем, что в 2007 г. в консолидированную выручку и прибыль группы попадут денежные потоки достаточно рентабельных Уфалейникеля, Режникеля и КМАруды.

Принимая во внимание столь резкое ухудшение показателей долговой нагрузки, а также то, что в ближайшее время КОКС намерен предложить рынку новый облигационный займ объемом 5 млрд. руб., мы

считаем, что поводов для расширения спредов первого облигационного выпуска компании более чем достаточно.

В заключение отметим, что кредитный профиль КОКСа имеет целый ряд позитивных характеристик. Среди них – контроль над большим набором качественных ресурсных активов, часть из которых может быть продана в случае возникновения финансовых затруднений, растущий уровень вертикальной интеграции и диверсификации, высокая рентабельность по сравнению с другими горно-металлургическими компаниями 2-го эшелона, а также высокий уровень финансовой прозрачности. Эти характеристики, на наш взгляд, обеспечат облигациям КОКСа хорошую поддержку в случае роста доходностей до 9.25-9.50%. По уровню кредитного качества КОКС нам нравится больше, чем Белон (9.46%).

Ключевые финансовые показатели ОАО «КОКС», МСФО			
Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006
Выручка	15 033	21 029	13 710
EBITDA	7 863	5 543	2 689
Чистая прибыль	5 562	4 527	1 174
Финансовый долг	800	2 827	13 422
Собственный капитал	8 647	12 959	15 789
Ключевые показатели			
Рентабельность EBITDA (%)	52.3%	26.4%	19.6%
Рентабельность чистой прибыли (%)	37.0%	21.5%	8.6%
Финансовый долг/EBITDA (x)	0.1	0.6	3.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.2	0.9

Источник: данные компании

Сибирьтелеком (Fitch B+) в 4-м квартале получил операционный убыток

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

Сибирьтелеком в 4-м квартале 2006 г. получил операционный убыток. Это следует из опубликованной компанией неконсолидированной отчетности по РСБУ (см. табл.).

Ключевые финансовые показатели ОАО «Сибирьтелеком»						
Млн. руб.	2005 РСБУ	1П06 МСФО	1П06 РСБУ	3-й квартал 06 РСБУ	4-й квартал 06 РСБУ	Весь 2006 РСБУ
Выручка	21 907	14 131	10 757	5 840	6 487	23 085
Расходы	18 883	10 872	8 136	4 325	7 072	19 533
Операционная прибыль	3 024	3 258	2 621	1 516	-584	3 552
EBITDA	5 536	5 253	4 116	2 223	141	6 480
Чистая прибыль	707	1 823	1 548	725	-910	1 363
Финансовый долг	11 921	16 712	13 849	12 286	-	-
Ключевые показатели						
Рентабельность EBITDA	25.3%	37.2%	38.3%	38%	2.2%	28%
Чистая рентабельность	3.2%	13%	14.4%	12.4%	-	6%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	2.15	1.6	1.7	-	-	≈ 2.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Операционный убыток – редкое событие для телекомов Связьинвеста. Как это ни парадоксально, в случае с Сибирьтелекомом ухудшение рентабельности связано с действиями по повышению эффективности бизнеса. Дело в том, что основной причиной убытка стал рост расходов на оплату труда и соц. отчисления (ключевая статья операционных затрат МРК), которые в 4-м квартале составили 3.7 млрд. руб. против 1.9 млрд. в среднем за 1-3 кварталы 2006 г. В частности, компания проиндексировала зарплаты, а также сформировала резервы под выплаты компенсаций увольняемым сотрудникам. Мы надеемся, что вес второй компоненты выше, т.е. речь идет о единовременном росте расходов с их последующим снижением по мере сокращения численности персонала. Насколько мы понимаем, в 2006 г. компания уволила около 7-8% сотрудников. Мы предполагаем, что цифры по МСФО за 2006 г. тоже будут чуть хуже ожиданий, однако в 2007 г. показатели рентабельности Сибирьтелекома восстановятся до привычных уровней. Соотношение Долг/EBITDA у компании по итогам 6 мес. 2006 г. составляло 1.6x (МСФО).

Мы не ожидаем, что публикация слабых результатов за 4-й квартал приведет к расширению спредов облигаций Сибирьтелекома. Финансовое положение компании остается достаточно устойчивым, а любые продажи в сегменте облигаций телекомов Связьинвеста встречают большое число покупателей.



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

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
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.