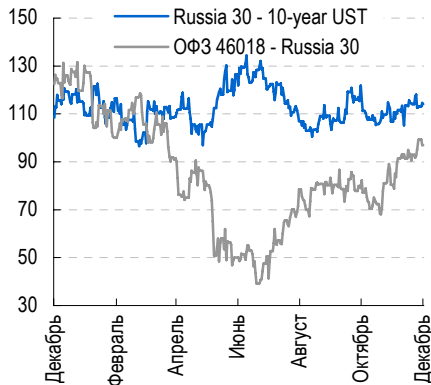
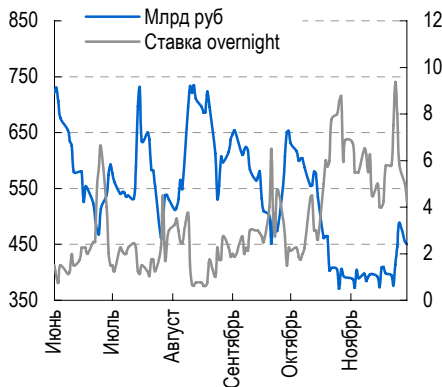


вторник, 5 декабря 2006 г.

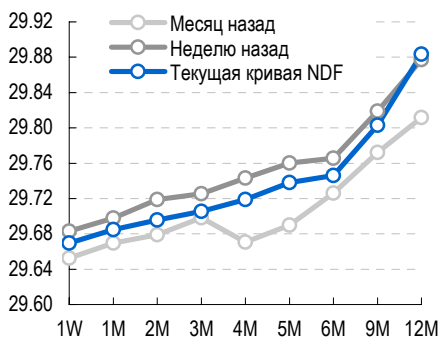
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро (в рублях)



Календарь событий

5 декабря	Размещение ФСК, ЛСР, Интегра, Глобус-Лизинг, Русфинанс, Дельта
5 декабря	Данные по рынку труда в США
6 декабря	Размещение Мастер-Банк, КМБ-Банк
7 декабря	Данные по рынку труда в США
7 декабря	Рез-ты ВБД за 9 мес. 2006 г.
8 декабря	Данные по рынку труда в США
11 декабря	Акционеры НКХХ обсудят допэмиссию
Начало дек.	Рез-ты Газпрома за 6 мес. 2006 г.

Рынок еврооблигаций

- Вчерашний день не принес никаких интересных новостей или событий. Уровни цен остались практически неизменными (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Позитивный настрой сохраняется, т.к. денежный рынок сигнализирует об окончании болезненного периода дефицита ликвидности.
- На наш взгляд, самым интересным из 8-ми первичных размещений станет аукцион по ФСК-5, который пройдет успешно. (стр. 2)

Новости и идеи

- «Интегра» (NR): комментарий перед размещением.** На наш взгляд, компания реализует чрезмерно агрессивную бизнес- и финансовую стратегию. Долговая нагрузка «Интегры» очень высока. Для проведения IPO в 2007 г., о котором заявляет компания, потребуются провести большой объем работы по интеграции приобретений и повышению прозрачности. Если IPO удастся провести, это, безусловно, будет способствовать укреплению кредитоспособности «Интегры». Пока же, по нашему мнению, справедливая доходность по облигациям Интегры составляет не менее 12% годовых (стр.3).
- Вкратце: «Х5» (B1/BB-/NR) и «Седьмой Континент» (NR) сделали ФК Уралсиб предложение о покупке сети «Копейка» (NR/B-/NR)** (Источник: Ведомости). Комментируя 28 ноября переход Копейки под контроль ФК Уралсиб, мы предположили, что впоследствии финансовая корпорация уступит контроль над «Копейкой», и высказали мнение, что новый собственник также будет сильнее «Копейки» по уровню кредитоспособности. Сопоставимые по уровню кредитного качества «Х5» и «Седьмой Континент» действительно являются самыми сильными среди продуктовых розничных сетей с точки зрения кредитного риска. На наш взгляд, облигации Копейка-2 (YTM 9.40%) торгуются со слишком широким спрэдом к кривой доходности «Х5» (около 120-130бп). На наш взгляд, справедливый спрэд составляет не более 70-80бп.
- Вкратце: Российские производители алкоголя могут вновь быть вынуждены остановить производство из-за проблем с внедрением новой системы учета продукции** (Источник: Ведомости). На наш взгляд, в случае возникновения таких проблем финансовый профиль производителей алкоголя вновь пострадает.
- Вкратце: S&P изменило со «Стабильного» на «Позитивный» прогноз рейтинга Банка ТуранАлем (Ваа1/BB/BB+).**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.43	-0.01	-0.29	+0.04
EMBI+ Spread, бп	200	-4	+15	-45
EMBI+ Russia Spread, бп	116	0	+7	-2
Russia 30 Yield, %	5.57	0	-0.22	+0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	-0.02	-0.05	-0.20
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	413.1	-6.2	+80.9	-77.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	37	+1.7	-22.3	-77.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-0.1	-	-	-
Overnight RUR, %	4.225	-0.78	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	-0.01	0	-1.20
Нефть (брент), USD/барр.	63.5	-1.1	+4.4	+5.4
Индекс РТС	1791	+10	+150	+669

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчерашний день не изменил «расстановку сил» на рынке US Treasuries – доходности **UST10** (YTM 4.43%) и **UST2** (YTM 4.51%) практически не изменились. После открытия, как мы и предполагали, некоторые инвесторы решили зафиксировать прибыль после, достаточно, стремительного роста цена, который мы видели на прошлой неделе. В какой-то момент доходность **UST10** доходила до отметки 4.46%. Но очередная порция статистики по рынку жилья оказалась хуже ожиданий, и после ее выхода котировки и доходности UST вернулись к уровню открытия. Рынок проигнорировал выступление главы чикагского отделения ФРС, который высказал скепсис по отношению к последним данным, свидетельствующим о замедлении экономики.

Спрэд **EMBI+** вчера сократился до 200бп (-4бп). Немного обогнали рынок венесуэльские облигации – выпуск **Venezuela 34** (YTM 7.09%) подорожал почти на 1/2. Похоже, что инвесторы благосклонно отнеслись к результатам выборов, в ходе которых победил Уго Чавес. В отличие от своего эквадорского коллеги он не давал повода сомневаться в желании страны обслуживать свои долговые обязательства. На фоне неопределенности в переговорах между правительством Турции и ЕС снова «хуже рынка» смотрелись турецкие облигации – котировки **Turkey 34** (YTM 7.39%) снизились на 3/16.

Российские еврооблигации вчера сохранили дистанцию к US Treasuries. Выпуск Russia 30 торговался чуть ниже 114.00 со спрэдом 113-114бп к UST.

Активность торгов в корпоративном секторе немного снизилась. Продолжается рост котировок облигаций телекомов. Самые привлекательные из них – **Sistema 11** (YTM 7.37%) и **VimpelCom 16** (YTM 7.52%) – вчера прибавили в цене около 1/2. Кроме того, примерно на 1/8 выросли котировки **Alrosa 14** (YTM 6.23%) и **Evrax 15** (YTM 7.82%).

Сейчас на рынке US Treasuries сложилась несколько необычная ситуация для последнего времени – риторика членов ФРС расходится с «мнением рынка». В таких условиях для продолжения ралли, по нашему мнению, необходим новый мощный сигнал, свидетельствующий о серьезном замедлении американской экономики. В отсутствие такого сигнала более вероятной мы считаем небольшую коррекцию UST. Сегодня будут опубликованы данные по производительности и затратам труда, а также индекс ISM по непромышленному сектору.

Рынок рублевых облигаций

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

Похоже, что период дефицита рублевой ликвидности уже позади. В понедельник ставки денежного рынка опустились до 3-4%, а объем операций **РЕПО** с ЦБ составил менее 5 млрд. рублей (против 15.76 млрд., привлеченных в пятницу). По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ снизилась на 4.5 млрд. до 450.1 млрд. рублей. Учитывая сокращение объема задолженности по РЕПО и нулевое сальдо с ЦБ, можно говорить о продолжающемся притоке ликвидности, теперь уже и из бюджета.

В этой ситуации покупки рублевых облигаций продолжают, а наибольший прирост котировок демонстрируют длинные выпуски ОФЗ и первого эшелона. Лучше остальных смотрелись длинные выпуски ОФЗ, так цена **ОФЗ 46020** (YTM 6.79%) выросла почти на 40бп, **ОФЗ 46018** (YTM 6.54%) – на 17бп.

Котировки облигаций первого эшелона выросли в пределах 5бп. Исключение составляют лишь **ФСК-3** (YTM 7.17%) и **ФСК-4** (YTM 7.43%), которые пока не растут из-за постоянного предложения в этих выпусках. Вероятно, ситуация улучшится после сегодняшнего аукциона по ФСК-5, доходность которого, по нашим оценкам, сложится на уровне 7.25-7.30%. Это соответствует спреду к ОФЗ на уровне 105-110бп.

Уже второй день подряд снижаются котировки **ОГК-5** (YTM 7.64%), вчера этот выпуск подешевел еще на 4бп. Мы полагаем, что он по-прежнему смотрится «дорого» по сравнению с выпуском **Мосэнерго-1** (YTM 7.64%).

Сегодня основное внимание инвесторов будет сосредоточено на первичном рынке, где пройдет сразу 8 размещений. На наш взгляд, самым интересным станет аукцион по ФСК-5, который, по нашим прогнозам, пройдет успешно и вызовет новую волну спроса в рублевых облигациях.

Интегра (NR): кредитный комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение облигационного займа ООО «Интегра Финанс» объемом 3 млрд. рублей сроком на 5 лет с 3-летней офертой. Поручителями выступают три операционные компании группы «Интегра» – ЗАО «Уралмаш-буровое оборудование», ОАО «Тюменнефтегеофизика», ООО «ВНИИБТ-Буровой инструмент».

Группа «Интегра» – крупный российский нефтесервисный холдинг. «Интегра» в основном занимается производством бурового оборудования, а также предоставлением услуг по ремонту скважин, геофизическим и сейсмическим исследованиям.

На наш взгляд, «Интегра» имеет достаточно слабый кредитный профиль. Группа реализует очень агрессивную финансовую политику. «Интегра» была создана в 2004 г. и достаточно быстро росла за счет приобретения новых компаний. Приобретения финансировались в основном за счет привлечения долгового финансирования. В результате к настоящему времени уровень долговой нагрузки группы приблизился к опасным значениям (см. табл.). Насколько мы понимаем, основная часть долга представляет собой обеспеченные кредиты, что также представляет собой дополнительный риск для держателей облигаций.

К другим негативным факторам кредитного профиля «Интегры» мы относим высокий уровень конкуренции со стороны международных нефтесервисных компаний-гигантов (Schlumberger, Halliburton), укрепление рубля, оказывающее давление на маржу «Интегры», а также огромные управленческие затраты, необходимые для интеграции большого количества приобретенных активов.

Частью стратегии «Интегры» является публичное размещение акций, запланированное на 2007 г. Для проведения IPO компании потребуются провести большой объем работы по интеграции приобретений и повышению прозрачности. Пока у «Интегры» нет аудированной отчетности по МСФО. В случае удачного IPO мы ожидаем улучшения кредитного профиля компании.

Мы достаточно скептически относимся к финансовым прогнозам, представленным в материалах к размещению выпуска (по всей видимости, речь идет о pro forma отчетности). На наш взгляд, компании вряд ли удастся столь значительно увеличить рентабельность.

Первый облигационный выпуск группы в настоящее время торгуется с доходностью около 10.7% годовых к погашению в 2009 г. На наш взгляд, справедливая доходность по необеспеченным рублевым облигациям Интегры составляет не менее 12% годовых.

Ключевые финансовые показатели группы «Интегра» (неаудированная консолидированная отчетность)		
Млн. US\$	2005 г.	6 мес. 2006 г.
Выручка	97.9	176.4
Операционная прибыль	12.9	5.7
Чистая прибыль	3.7	7.1
Финансовый долг	199.2	243.2
Собственный капитал	85.9	90.5
Ключевые показатели		
Операционная маржа (%)	13.2%	3.2%
Операционная прибыль/проценты (x)	1.7	0.3
Финансовый долг/Операционная прибыль annualized (x)	7.7	21.3
Финансовый долг/Собственный капитал	2.3	2.7

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
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.Bogatyj@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com

Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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, 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.