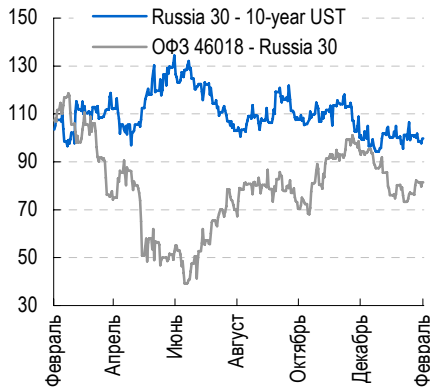
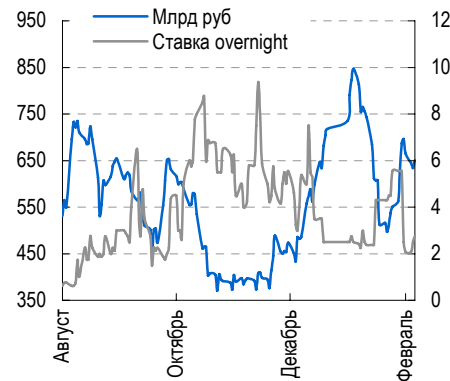


среда, 14 февраля 2007 г.

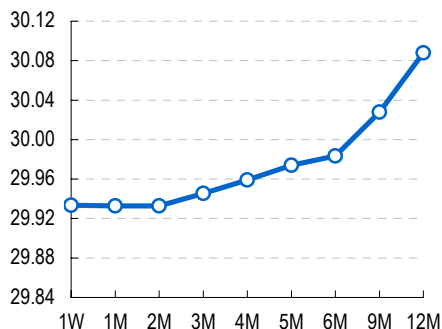
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

14 фев	Отчет главы ФРС
15 фев	Размещение руб.обл. Трансмаш-2
15 фев	Размещение руб.обл. Усть-Луга-1
16 фев	Публикация PPI (США)
16 фев	Размещение руб.обл. Русфинанс-4
20 фев	Размещение руб.обл. Митлэнд Фуд-1
20 фев	Размещение руб.обл. Москоммерц-2
20 фев	Размещение руб.обл. Русь-Банк-2

Рынок еврооблигаций

- Ориентиры по новому субординированному займу **Альфа-банка** подразумевают премию. Сегодня глава ФРС США выступит с долгожданной речью (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- СЗТ-4** «выстрелил» на фоне неудовлетворенного аппетита к телекомом Связьинвеста. Озвучен price-talk по выпускам **Газпрома** и **Урса-Банка**. Мы ожидаем постепенного смещения активности на первичный рынок (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Вчера Газпром (АЗ/ВВВ/ВВВ-)** опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 9 мес. 2006 г. Даже несмотря на то, что в 3-м квартале потребление газа традиционно снижается, Газпрому удалось сохранить высокие темпы роста выручки на фоне благоприятной конъюнктуры цен на углеводородное сырье. Благодаря контролю за издержками, снижение операционной рентабельности по сравнению с результатами за 1-е полугодие также оказалось незначительным. (стр.3)
- Вкратце: Урса-банк (В1/NR/В+)** планирует получить **USD250 млн.** за счет размещения привилегированных акций в июле, а в целом в 2007 г. намерен привлечь на рынках капитала **USD3 млрд.**, сказал гендиректор банка К.Брель в интервью Рейтер. На наш взгляд, новость скорее нейтральна для держателей облигаций. Очевидно, что Урса-банк останется регулярным эмитентом на рынке капитала, что будет препятствовать сужению спредов его облигаций.
- Вкратце: Система (ВЗ/В+/В+)** приобрела **0.48%** собственных акций для реализации опционной программы. Всего с марта 2006 г. Система выкупила около **2.95%** своих акций, потратив на это **USD347 млн.** Такие сделки вряд ли радуют кредиторов компании, т.к. при прочих равных они ведут к снижению капитала и росту долговой нагрузки. Однако, в данном случае масштабы сделок слишком незначительны для компании, имеющей мощный «запас прочности» (Долг/ЕБИТДА 1.2x на 30 сентября 2006 г.). Значительному укреплению кредитного профиля группы способствовали недавние IPO дочерних компаний (Система-Галс, Ситроникс). Мы ожидаем скорого повышения рейтингов Системы агентствами Moody's и Fitch и считаем выпуск Sistema 11 одним из самых привлекательных в сегменте российских корпоративных еврооблигаций.
- Вкратце: ПАО ЕЭС увеличило инвестпрограмму до 2011 г. почти на 50% до USD117 млрд.** Мы пока скептически относимся к этим цифрам, т.к. вряд ли группе удастся найти финансирование столь масштабной программы. Цифры лишь подтверждают потребности сектора в инвестициях.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.81	0	+0.03	+0.11
EMBI+ Spread, бп	165	-3	-6	-4
EMBI+ Russia Spread, бп	97	-1	-2	+1
Russia 30 Yield, %	5.81	+0.03	+0.03	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	6.62	+0.04	+0.08	+0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	401.9	+10.5	-72.2	-264.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	248.6	+6.1	-90.7	+133.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	45.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.34	-0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.93	0	+0.26	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	58.8	+2.2	+5.8	-1.9
Индекс РТС	1867	+28	+69	-43

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вышедшие вчера данные по торговому балансу США за декабрь оказались неожиданно слабыми. Но рынок UST на эту статистику почти не отреагировал. По итогам дня доходность **UST10** осталась на прежнем уровне – 4.81%.

Спрэд **EMBI+** вчера сузился до минимальных 165бп (-3бп). Рост цены на нефть, вызванный повышением агентством IEA прогноза мирового спроса на «черное золото», благоприятно отразился на венесуэльских облигациях – котировки выпуска **Venezuela 34** (YTM 6.84%) выросли на 11/16. Примерно на 7/8 скорректировалась вверх цена **Argentina 33** (YTM 7.21%). В последние дни из-за скандала с манипулированием официальной статистикой котировки этого выпуска снизились почти на 3пп. В фаворитах также оказался выпуск **Brazil 40** (YTM 8.14%), который прибавил в цене около ¼, поддерживаемый оживлением на фондовом рынке страны.

Активность в российском сегменте по-прежнему невысока. Котировки **Russia 30** (YTM 5.81%) снизились до 112 1/8. Спрэд к UST остается на уровне 98-100бп. В корпоративном секторе мы вчера отметили спрос в облигациях **Evrax 15** (YTM 7.86%) и **MegaFon 09** (YTM 6.42%), но на ценах это никак не сказалось. В остальном же, рынок пребывает в «спячке».

На первичном рынке стали известны ориентиры по новому субординированному выпуску (lower tier two) **Альфа-банка** (Ba2/BB) – MS\$+365бп (YTM 8.87%). Структура выпуска стандартная – 10-летняя бумага с колл-опционом через 5 лет и step-up купоном (+150бп) с 6-го года, если опцион не будет исполнен. Сейчас на рынке обращается первый субординированный займ **ALFARU 10_15** (YTC 8.34%). Мы полагаем, что новый выпуск выглядит достаточно интересно, т.к. разница в сроках погашения составляет менее 1.5 лет, поэтому премия к первому выпуску не должна составлять более 30бп.

Сегодня в США глава ФРС **Б. Бернанке** произнесет долгожданную речь перед Конгрессом. Кроме того, будут опубликованы январские цифры по розничной торговле. И выступление, и статистика могут спровоцировать волатильность на рынке.

Рынок рублевых облигаций

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

Рыночная ситуация пока не претерпела существенных изменений – мы наблюдаем чуть больше желающих продать в ОФЗ и первом эшелоне, в то время как во втором-третьем эшелонах сохраняется устойчивый спрос.

Большинство выпусков ОФЗ вчера подешевело на 5-10бп. Самый длинный **ОФЗ 46020** (YTM 6.84%) потерял в цене около 18бп. В первом эшелоне наибольшие обороты пришлось на вышедший на вторичные торги **ФСК-5** (YTM 7.16%). По всей видимости, инвесторы исполняли форвардные сделки по данному выпуску. По итогам дня его цена сложилась на уровне 100.40, т.е. фактически не изменилась по сравнению с форвардными котировками. На наш взгляд, выпуск выглядит привлекательнее, чем чуть более длинный **ФСК-2** (YTM 7.15%), предлагая спрэд к ОФЗ на уровне 100бп (95бп в ФСК-2).

Во втором эшелоне сохраняется спрос на облигации **Сатурн НПО-2** (+6бп; YTM 8.35%). Помимо этого, инвесторы обратили внимание и на менее ликвидный **ПМЗ-1** (+10бп; YTM 9.5%). Мы по-прежнему считаем, что в связи с темой консолидации авиадвигателестроителей наиболее интересно выглядит выпуск **УМПО** (100.70 на форвардах, YTM 9.1%). Сохраняется спрос в банковских облигациях – **ХКФ Банк-4** (YTM 9.77%), **РусСтандарт-4** (YTM 8.31%), **Петрокоммерц-2** (YTM 8.74%), **УРСА-5** (YTM 10.09%). Правда, сколько-нибудь заметного роста котировок в этих выпусках вчера не произошло.

Буквально «выстрелил» вышедший на вторичные торги выпуск **СЗТ-4** (YTM 7.95%), вчера его цена достигла отметки 101.30 (+60бп к форвардным котировкам). Мы полагаем, что, на фоне присутствующего на рынке неудовлетворенного аппетита к выпускам телекомов Связьинвеста, СЗТ-4 может сузить спрэд к ОФЗ еще на 10бп (сейчас около 170бп против 150бп в более коротком **ВолгаТел-3**).

На первичном рынке стали известны подробности выпуска рублевых еврооблигаций **УРСА Банка (В1/NR/B+)**. Доходность по 3-летнему выпуску предположительно составит около 9.25%. На наш взгляд, этот выпуск интересен лишь иностранцам, которые пока не готовы «войти» в российскую торговую инфраструктуру. Для локальных инвесторов привлекательнее выглядят классические рублевые выпуски этого банка (**УРСА-3** УТМ 9.18%, **УРСА-5** 10.1%). Кроме того, сегодня утром были озвучены ориентиры по по 7-летнему выпуску **Газпром-9**, размещение которого намечено на следующую неделю. Это будет самый длинный рублевый выпуск компании (дюрация около 5.55), объем займа – 5 млрд. рублей. Ориентировочно ставка купона сложится на уровне 7.12-7.36% (УТМ 7.25-7.50%). Более подробно о привлекательности данного выпуска мы порассуждаем ближе к дате размещения.

В ближайшие дни мы ожидаем ухудшения конъюнктуры денежного рынка в связи с налоговыми платежами (ЕЧН), а также постепенного смещения внимания на первичный рынок, где очень быстро заполняется календарь размещений.

Газпром (А3/ВВВ/ВВВ-) показал сильные результаты за 9 мес. 2006 г.

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

Вчера Газпром опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 9 мес. 2006 г. Даже несмотря на то, что в 3-м квартале потребление газа традиционно снижается, Газпрому удалось сохранить высокие темпы роста выручки на фоне благоприятной конъюнктуры цен на углеводородное сырье и более высоких, чем ожидалось, отпускных цен на внутреннем рынке (+5% к прогнозам наших аналитиков по акциям). Благодаря контролю за издержками, снижение операционной рентабельности по сравнению с результатами за 1-е полугодие также оказалось незначительным.

В своем вчерашнем комментарии мы указывали, что показатели долговой нагрузки компании находятся на умеренно-консервативном уровне, оставляя Газпрому много пространства для увеличения долговой нагрузки. Даже после привлечения USD9-12 млрд. для финансирования покупки контрольного пакета в проекте Sakhalin Energy и других инвестиций (см. вчерашний комментарий), показатель Долг/ЕБИТДА Газпрома останется в пределах 1.5х, а рост долговой нагрузки не вызовет обеспокоенности у кредиторов и рейтинговых агентств.

В зависимости от дюрации, выпуски еврооблигаций Газпрома торгуются со спредами в 60-85бп к суверенной кривой, а рублевые выпуски предлагают премию в 60-75бп к кривой ОФЗ. В ближайшие недели Газпром планирует разместить два выпуска еврооблигаций по USD2 млрд. каждый, а также рублевые облигации объемом 5 млрд. руб. Мы не исключаем кратковременного технического расширения спредов в торгуемых выпусках компании в ответ на новое предложение облигаций.

Ключевые консолидированные финансовые показатели ОАО Газпром

МСФО, млрд. руб.	2004 г.	2005 г.	6 мес. 2006 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	977	1 384	1 091	1 581
Валовая прибыль	263	454	405	568
ЕБИТДА	373	579	486	689
Чистая прибыль	212	316	332	460
Собственный капитал	2 138	2 722	3 025	3 147
Финансовый долг	618	955	843,7	924
Чистый долг	511	808	677	771
Всего активы	3 206	4 345	4 571	4 875
Показатели				
Рентабельность ЕБИТДА	38.2%	41.8%	44.5%	43.6%
ЕБИТДА/процентные платежи	15.0	16.0	21.4	20.2
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.7	1.7	0.9	1.0
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	1.4	0.7	0.8
Финансовый долг/Капитал	0.3	0.4	0.3	0.3

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка



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

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.