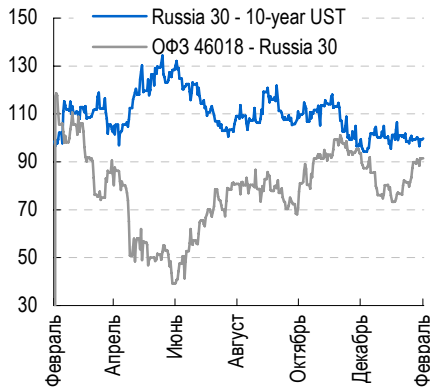
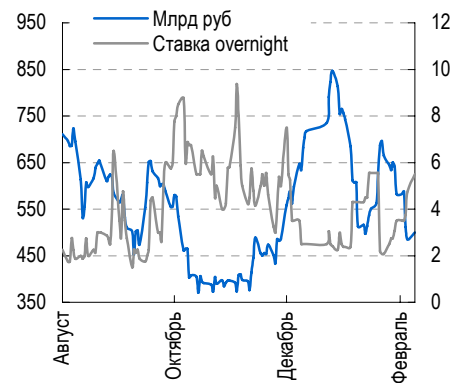


понедельник, 26 февраля 2007 г.

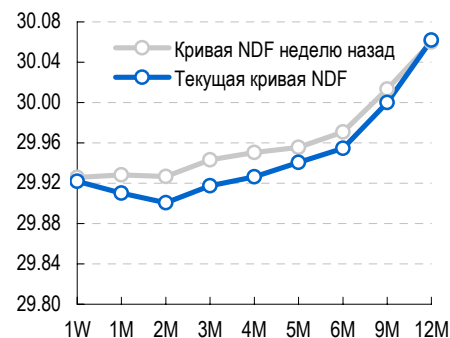
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 фев	Выплата акцизов, НДС
26 фев	Рoadшоу Газпрома
27 фев	Размещение руб.обл. ТГК-6-Инвест-1
27 фев	Рoadшоу CLN Mirax Group
27 фев	Размещение руб.обл. Радионет-1
27 фев	Размещение руб.обл.СТОУН-Финанс
27 фев	Размещение руб.обл. ОИЖК-1
Февраль	Размещение еврообл. ВБД,ХФ Банк

Рынок еврооблигаций

- **UST демонстрируют высокую волатильность.** Продажи в **KyivStar 12** на новостях о возможном техническом дефолте. Новости первичного рынка – **Транснефть, Еврохим, Россельхозбанк** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Мы ожидаем медленного «сползания» котировок **ОФЗ** и выпусков первого эшелона на фоне роста ставок денежного рынка. Облигации 2-3 эшелона, на наш взгляд, будут демонстрировать динамику «лучше рынка» (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- **ТГК-6 (NR): Комментарий к завтрашнему размещению.** На наш взгляд, «самостоятельный» кредитный профиль ТГК-6 достаточно слаб. Ключевым фактором поддержки является вхождение компании в состав группы РАО ЕЭС (S&P BB). Учитывая ориентиры организаторов, предлагаемый выпуск нам кажется более интересным, чем размещенные недавно облигации ОГК-3.
- **Вкратце: Нефтесервисная группа Интегра (NR) успешно завершила IPO,** в ходе которого капитал компании был увеличен более чем на USD600 млн. Безусловно, это позитивное событие для держателей облигаций. Напомним, что вследствие достаточно агрессивной финансовой политики Интегры, являющейся одним из главных центров консолидации в российском нефтесервисном сегменте, объем долга компании на конец 2006 г. составил около USD500 млн., что сопоставимо с объемом выручки Интегры по итогам прошлого года. Безусловно, листинг и крупное вливание в капитал снизят риски рефинансирования для Интегры в краткосрочном периоде. Вместе с тем, насколько мы понимаем, основная часть привлеченных средств будет направлена на финансирование новых поглощений, а не на снижение долговой нагрузки. Учитывая это, а также высокие риски, связанные с необходимостью интеграции большого количества приобретений и реализации достаточно агрессивной стратегии роста на фоне высокой конкуренции с более крупными иностранными компаниями, мы оцениваем перспективы изменения кредитного профиля Интегры скорее нейтрально. Текущие уровни доходностей облигаций **Интегра-1** (10.44%) и **Интегра-2** (10.65%) представляются нам справедливыми. Тем не менее, мы не исключаем продолжения покупок в этих выпусках на позитивных новостях об IPO.
- **Вкратце: Standard & Poor's повысило рейтинг Газпромбанка с ВВ+ до ВВВ-, рейтинг Транскредитбанка – с В- до ВВ-. Последнее действие связано с выходом указа Президента о передаче 75% акций Транскредитбанка в собственность РЖД.** Насколько мы понимаем, в ближайшее время стоит ожидать дебюта Транскредитбанка на рынке облигаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.67	-0.06	-0.21	-0.03
EMBI+ Spread, бп	168	+4	0	-1
EMBI+ Russia Spread, бп	98	+1	+1	+2
Russia 30 Yield, %	5.67	-0.03	-0.22	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	0	-0.04	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	407.6	+23.5	+18.5	-258.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	92.5	-8.4	-31.6	-22.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	50.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.67	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	+0.25	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	60.9	+0.3	+5.6	+0.2
Индекс РТС	1934	+29	+78	+24

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Рынок US Treasuries демонстрировал достаточно высокую волатильность, несмотря на отсутствие важной экономической статистики. В четверг доходность **UST10** выросла до отметки 4.74% (+56п к среде), а уже по итогам пятницы снизилась до 4.67%. Среди возможных причин такого эмоционального поведения инвесторов называются опасения по поводу возможного кризиса на рынке ипотечных бумаг в США, более «воинственная» риторика в диалоге между Тегераном и Вашингтоном (война может сопровождаться ростом предложения UST, ростом цен на энергоносители и одновременным эффектом flight to quality), а также предстоящая в конце месяца ребалансировка основных индексов Lehman Brothers (потенциально позитивное влияние на котировки UST).

Значение спреда **EMBI+** со среды не изменилось (1686п).

Активность на рынке еврооблигаций России в четверг была достаточно низкой, количество сделок было минимальным. В пятницу из-за отсутствия российских участников активность была еще более низкой. Цена **Russia 30** (YTM 5.67%) находится около отметки 113 5/16, а спред к UST колеблется около 996п. В четверг котировки большинства корпоративных выпусков остались на прежнем уровне. Эпизодические продажи мы отметили в выпусках **MegaFon 09** (YTM 6.41%), **Alrosa 14** (YTM 6.33%) и **Severstal 14** (YTM 7.57%). Достаточно агрессивно продавали выпуск украинского сотового оператора **KyivStar 12** (YTM 6.72%) на новостях о вероятном нарушении компанией ковенанты о своевременной публикации отчетности (в ходе конфликта акционеров Altimo и Telenor была заблокирована возможность проведения аудита).

На первичном рынке **Транснефть** (A2/BBB+) уточнила доходность и объем своего 7-летнего выпуска (USD1.3 млрд., 5.67%). Нефтехимическая компания **ЕвроХим** (Fitch BB-) озвучила планы по размещению дебютного выпуска еврооблигаций. **Россельхозбанк** (A3/BBB+) объявил о намерении предложить выпуск в швейцарских франках.

Сегодня в США не ожидается публикации каких-либо экономических данных. В период со вторника по четверг выйдет статистика по рынку жилья, ВВП и промышленности.

Рынок рублевых облигаций

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

В четверг на фоне роста ставок денежного рынка мы наблюдали снижение котировок среднесрочных и длинных ОФЗ на 5-156п. В первом эшелоне цены большинства выпусков снизились примерно на 5-106п.

На общем фоне неплохо смотрелись бумаги ЛУКОЙЛа – котировки **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.22%) и **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.40%) чуть подросли. Почти на 306п вырос в цене выпуск **РСХБ-2** (YTM 7.44%). Вероятно, в этот выпуск переместился неудовлетворенный спрос с аукциона по **РСХБ-3**. Кстати, это размещение прошло достаточно успешно. Несмотря на большой объем выпуска (10 млрд. рублей), спрос превысил предложение более чем в 1.5 раза. Ставка купона была установлена на уровне 7.34% (YTP 7.48%), что соответствует нижней границе ранее озвученного организатором диапазона (7.50-7.60%). К концу дня форвардные котировки выпуска уже выросли до 100.15. Напомним, что наша оценка справедливой доходности РСХБ-3 – 7.35%.

«Историей дня» в четверг стали облигации компании Русский текстиль. Из публикации газеты Коммерсантъ стало известно о довольно серьезном конфликте акционеров и возможных манипуляциях с отчетностью - инвесторы активно продавали выпуски **РусТекстиль-2** (-1п.п.; YTM 14.22%) и **РусТекстиль-3** (-0.66п; YTP 13.18%). Мы считаем, что угроза кредитоспособности компании очень серьезна, поэтому по-прежнему рекомендуем сокращать позиции в данных выпусках.

Во 2-3 эшелоне спросом пользовались облигации розничных компаний с короткой дюрацией (**МИР-1** (YTM 10.50%), **ДОМО-1** (YTM 12.88%), **Диксис-1** (YTM 10.76%)), но к заметным ценовым изменениям это не

привело. Включенные недавно в список А1 облигации **Татфондбанк-3** (УТР 9.26%) прибавили в цене около 15бп.

Перспектива ухудшения конъюнктуры российского денежного рынка постепенно становится все более реальной. Ставки МБК в четверг достигли 5-6%. В этих условиях Банку России удалось продать около 14.7 млрд. рублей выпуска **ОБР-3** (с начала февраля было продано немногим более 2.3 млрд.) Средневзвешенная доходность по итогам аукциона сложилась на уровне 4.73%, что лишь на 1-2бп ниже доходности 3-месячных NDF RUB/USD. Одновременно с этим, банки заняли около 6.6 млрд. рублей на дневном аукционе прямого **РЕПО** (ставка – 6.06%), что вновь подтверждает тезис о неравномерном распределении ликвидности среди банков. Кроме того, по нашим оценкам, в ходе валютных торгов четверг ЦБ купил не менее USD1.5 млрд.

На этой неделе предстоят крупные налоговые выплаты (**акцизы, НДС, налог на прибыль**), поэтому мы ожидаем сохранения достаточно высоких ставок денежного рынка (не ниже 5%) и активизации заимствований через прямое РЕПО с ЦБ. На этом фоне, на наш взгляд, следует ожидать медленного «сползания» котировок ОФЗ и выпусков первого эшелона. Во 2-3 эшелонах, по нашему мнению, ситуация будет достаточно устойчивой.

Комментарий к одному из серии запланированных на эту неделю первичных размещений см. ниже.

ТГК-6 (NR): комментарий перед размещением

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

Завтра состоится дебютное размещение облигационного займа генерирующей компании ТГК-6 объемом 2 млрд. рублей сроком на 5 лет с годовой офертой. Эмитентом является SPV группы ООО «ТГК-6-Инвест»; поручителем по выпуску выступает ОАО «Дзержинская ТЭЦ», оферентом – Нижегородская генерирующая компания. На оферента и поручителя приходится чуть менее половины выработки тепловой и электроэнергии ТГК-6.

ТГК-6 создана на базе электроэнергетических активов АО-энерго пяти регионов (Нижегородская, Пензенская, Владимирская, Ивановская области, Республика Мордовия). В настоящее время ТГК-6 представляет собой холдинг. Однако, в ближайшее время компания планирует перейти на единую акцию. Крупнейшим акционером ТГК-6 является РАО ЕЭС (S&P BB) с долей в 62%. После реорганизации РАО ЕЭС сохранит за собой контроль над компанией. Крупным миноритарием ТГК-6 является холдинг КЭС (Ренова) активно вовлеченный в российскую электроэнергетику и ЖКХ.

Ключевой слабостью кредитного профиля ТГК-6 мы считаем достаточно низкую эффективность компании, одной из причин которой является неудачное расположение операционных активов. ТГК-6 занимается производством и реализацией тепла и электроэнергии по регулируемым ценам. Основным топливом, используемым компанией, является природный газ. При этом генерирующие станции расположены далеко от месторождений газа, что обуславливает высокие издержки на оплату услуг по его транспортировке и ограниченный доступ к данному виду топлива. В периоды пиковых нагрузок ТГК-6 вынуждена использовать более дорогое топливо – мазут. Как следует из данных предварительной сводной отчетности, по итогам 2006 г. операционная рентабельность оказалась очень низкой, что сама компания объясняет холодной зимой и вынужденно высокими объемами потребления мазута.

Другими недостатками кредитного профиля ТГК-6 мы считаем изношенность основных фондов, высокие потребности в инвестициях (общая характеристика для всей российской электроэнергетики), а также пока низкий уровень финансовой прозрачности.

Ключевым позитивным фактором кредитоспособности компании мы считаем поддержку со стороны материнской группы РАО ЕЭС в случае возникновения у ТГК-6 финансовых затруднений. Мы считаем, что до завершения процесса реорганизации/реформирования ТГК-6 и самой группы РАО ЕЭС вероятность такой поддержки весьма высока. Источниками финансовой помощи, по заявлениям представителей РАО

ЕЭС, могут служить поступления от IPO оптовых генерирующих компаний, которые временно могут быть распределены среди компаний группы. Однако, фактор поддержки РАО ЕЭС, по нашему мнению, будет действовать лишь в перспективе 12-24 месяцев. О более далекой перспективе, на наш взгляд, с уверенностью говорить сложно.

Основываясь на данных рассуждениях, кредитный риск по предлагаемым облигациям ТГК-6 с годовой офертой мы оцениваем как низкий. Ориентиры организаторов на доходность выпуска около 8% кажутся нам вполне адекватными. Для тех, кто недавно приобрел полугодовой риск ОГК-3 (7.1%), облигации ТГК-6 нам кажутся гораздо более привлекательной альтернативой.

Ключевые финансовые показатели, сводная отчетность по РСБУ		
Млн. руб.	2005	2006E
Выручка	13 463	16 115
ЕБИТДА	2 147	600
Чистая прибыль	523	-544
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	15.9%	3.7%
Рентабельность чистой прибыли (%)	3.9%	(3.4)%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.2	3.9

Источник: данные компании, Райффайзенбанк



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.