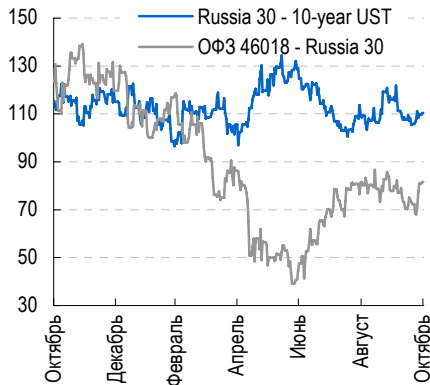
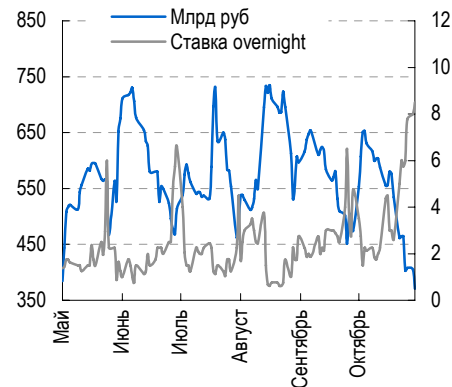


вторник, 31 октября 2006 г.

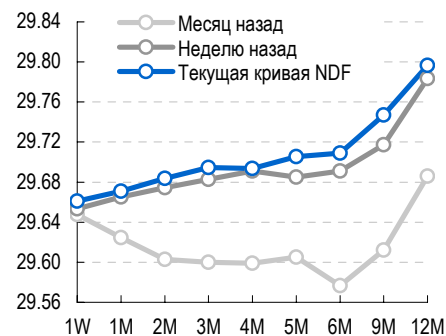
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

31 октября	Уплата НДС
1 ноября	Consumer Confidence, индексы ISM
2 ноября	Размещение 2-х выпусков Газпрома
3 ноября	Статистика по Non-farm Payrolls
3 ноября	Размещение руб. обл. «Дымов»
3 ноября	Результаты Пятерочки за 3 кв. МСФО
Окт.-Ноябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Банк С-Пб
Окт.-Ноябрь	IPO Северстали, ТМК, ЧЦЗ, Сист-Галс
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3 кв.

Рынок еврооблигаций

- **US Treasuries** не реагируют на экономические данные по США. **EM** немного расширяют спрэд. Активность в российском сегменте низка (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Рублевой ликвидности еще меньше, overnight еще выше. Много бумаг «заморожено» в **РЕПО**, поэтому торговли почти нет. Сегодня лучше не будет, но уже завтра ситуация начнет медленно «рассасываться» (стр. 2)

Новости и идеи

- **Совет директоров НКХ (B2/NR/B+)** принял решение о крупной доэмиссии. Если эмиссия будет утверждена акционерами, и все крупные держатели акций в ней поучаствуют, для держателей еврооблигаций это событие будет очень позитивным. Однако, возможны и другие сценарии, в рамках которых влияние на кредитный профиль НКХ будет не столь однозначным. Сделка также может повлиять на кредитный профиль **СИНХ (SINEK Ba1/NR/BB)** и **ТАИФ (NR)** (стр.3).
- **Вкратце: Минфин России внес в правительство поправки в закон о бюджете-2006**, в которых предложено увеличение расходов на 160.3 млрд. руб. На наш взгляд, для денежного рынка и рынка облигаций это скорее хорошие новости, т.к. увеличение бюджетных расходов позволит пополнить объем ликвидности в банковской системе, что при прочих равных приведет к снижению коротких ставок в конце года.
- **Вкратце: УПСИ (NR/BB-/B+)** получил налоговые претензии в размере **690 млн. руб. за 2003-04 гг.** Напомним, что практически все МРК Связьинвеста получили подобные претензии. Судя по опыту Дальсвязи, вероятнее всего, налоговики скорее всего докажут свою правоту в суде. Однако, реальные выплаты вряд ли произойдут ранее, чем через 1.5 года. Кроме того, сумма незначительна для УПСИ, поэтому держателям облигаций беспокоиться не стоит.
- **Вкратце: ТМК (B2/B+/NR)** завершила IPO, разместив акции по верхней границе ценового диапазона. По итогам размещения компания привлечет около USD1.1 млрд. Мы ожидаем, что в ближайшее время S&P пересмотрит прогноз рейтинга ТМК (сейчас «В+/Негативный»), а Moody's может повысить рейтинг компании (B2/Позитивный). Котировки рублевых и еврооблигаций могут чуть вырасти на новостях о позитивных рейтинговых действиях.
- **ВБД (B2/B+/NR)** купил производителя молока в Омске. Сумму сделки мы оцениваем в USD20-30 млн. На наш взгляд, это приобретение не окажет существенного влияния на кредитный профиль ВБД.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.67	0	+0.04	+0.28
EMBI+ Spread, бп	189	+2	-19	-56
EMBI+ Russia Spread, бп	111	+1	-3	-7
Russia 30 Yield, %	5.77	0	-0.02	+0.23
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	+0.01	+0.02	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	309.1	-28.7	-69.3	-181.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	61.3	-5.8	-34.5	-53.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-72.2	-	-	-
Overnight RUR, %	8.5	+0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	0	-1.28
Нефть (брент), USD/барр.	58.7	-2.4	-3.8	+0.6
Индекс РТС	1590	-37	+40	+468

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Снижение доходностей US Treasuries, которое мы наблюдали на прошлой неделе, вчера затормозилось. По итогам понедельника они остались практически неизменными (**UST10** YTM 4.67%, **UST2** YTM 4.76%, +1бп). Вышедшие экономические данные (Core PCI Deflator, потребительские доходы и расходы) были близки к консенсус-ожидаемым, поэтому не спровоцировали резких движений котировок.

В условиях неуверенности на рынке UST котировки облигаций развивающихся стран немного снизились. Спрэд EMBI+ расширился на 2бп до 189бп. Хуже рынка смотрелись облигации Турции (котировки **Turkey 34** снизились на 11/16, YTM 7.46%) и Венесуэлы (**Venezuela 34**, -1/2, YTM 7.23%). Котировки **Russia 30** практически не изменились – чуть ниже 112, 111 15/16 (YTM 5.77%, +2бп). Спрэд к **UST10** – 110бп (+26п).

В российских корпоративных еврооблигациях активность в понедельник была невысокой, а цены большинства облигаций не изменились. Котировки выпусков **Gazprom 13** (YTM 6.05%), **Severstal 14** (YTM 7.71%) снизились на 3/16. Российские участники, озабоченные проблемами с рублевой ликвидностью, предпочитают воздерживаться от активных действий, или фиксировать прибыль. На первичном рынке в ближайшее время пройдут размещения дебютного выпуска **Банка «Санкт-Петербург»**, выпуска **Сибкакадембанка** в EUR и 5-летнего бенчмарка **Сбербанка**.

Мы полагаем, что участники рынка предпочтут дождаться новой порции статистики из США перед тем как перейти к каким-либо активным действиям. Напомним, что на этой неделе выходит достаточно большая порция экономических данных, включая важную статистику по рынку труда (Non-farm payrolls). Обращаем также внимание на сокращение дефицита американского бюджета. Это, вероятно, приведет к сокращению объемов новых заимствований, что может оказать техническую поддержку UST.

Рынок рублевых облигаций

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

Вряд ли еще неделю назад можно было предположить, что ситуация с рублевой ликвидностью настолько ухудшится. Вчера ставки на денежном рынке доходили до 10%. В этих условиях прямое РЕПО с ЦБ опять пользовалось спросом у банков, располагающих портфелями ОФЗ – всего в ЦБ вчера было привлечено 98.3 млрд. рублей (средневзвешенная ставка 6.21%). По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ снизилась на 34.5 млрд. рублей до 370.4 млрд. рублей. По нашим оценкам, на валютном рынке Центробанк вчера купил около 400 млн. долл., но этого явно недостаточно, чтобы изменить ситуацию с ликвидностью.

Активность в рублевых облигациях очень низка. Насколько мы понимаем, это объясняется как нежеланием продавать на фоне крепких еврооблигаций и ожидания улучшения ситуации с ликвидностью, так и тем, что достаточно много бумаг «заморожено» в РЕПО.

Отметим лишь снижение котировок выпусков Газпрома (**Газпром-3** YTM 6.04%, - 6бп, **Газпром-6** YTM 6.84%, -9бп). Возможно, помимо негативной конъюнктуры эти продажи объясняются намерением высвободить лимиты перед новыми размещениями облигаций Газпрома, намеченными на четверг. Непривычно плохо закончили день облигации телекомов: котировки **Сибирьтелеком-6** (YTM 7.85%) снизились на 22бп, **Волгателеком-2** (YTM 7.75%) – на 28бп, **Уралсвязьинформ-7** (YTM 8.01%) – на 8бп. Лучше рынка смотрелись лишь облигации **ЮТК**.

Мы считаем, что до конца недели цены рублевых облигаций останутся под давлением негативной ситуации на денежном рынке, которая, правда, начнет медленно улучшаться уже с завтрашнего дня. Поддержку рынку должны оказать и новости о предложенном Минфином увеличении бюджетных расходов на 160 млрд. до конца года.

НКНХ (B2/NR/B+) планирует допэмиссию, многое пока остается неясным

Аналитики: Николай Богатый, Михаил Галкин, e-mail: Nikolay.Bogatyj@mdmbank.com

Вчера НКНХ объявил о том, что 26 октября 2006 г. Совет директоров компании принял решение о допэмиссии акций в количестве 25.7 млрд. штук, что означает увеличение числа акций примерно в 16 раз. Акции предлагается разместить по закрытой подписке среди тех, кто числится акционером компании по состоянию на 26 октября. Стоимость 1 акции – 1 рубль, при этом оплата акций должна быть произведена денежными средствами. Собрание акционеров, которое должно будет утвердить допэмиссию, запланировано на 11 декабря.

Напомним, что структура акционеров НКНХ в настоящее время выглядит следующим образом. Республике Татарстан через 100%-ную дочку Связынвестнефтехим (СИНХ или SINEK, Ba1/NR/BB) принадлежит 28.6% акций, холдингу ТАИФ – 25.6%, Татнефти – 10%, менеджменту НКНХ – около 25%. При этом менеджмент НКНХ и СИНХ передали свои акции в доверительное управление ТАИФу на 5 лет.

Насколько мы понимаем, из-за того, что стоимость новых акций значительно ниже текущих котировок, всем акционерам необходимо участвовать в допэмиссии – в противном случае принадлежащие им активы серьезно обесценятся. Поэтому мы полагаем, что либо допэмиссия будет заблокирована (например, Республикой Татарстан, как это было в очень похожей ситуации с Казаньоргсинтезом), либо в ней поучаствуют все основные акционеры, а доля миноритариев будет размыта. Первый сценарий формально будет означать сохранение статус-кво, а фактически – демонстрацию того, что ТАИФ не согласовывает свои инициативы с Республикой. Второй сценарий достаточно позитивен для кредиторов НКНХ – компания получит существенное вливание в акционерный капитал, при этом доля Республики по меньшей мере не уменьшится.

Сценарий, при котором допэмиссия будет одобрена, при этом Татарстан/СИНХ откажется от участия в ней тоже полностью не исключен. Даже ковенанты выпуска еврооблигаций СИНХ при определенных условиях разрешают размывание доли СИНХ в НКНХ. Такой сценарий будет скорее негативен для кредиторов НКНХ, т.к. после снижения доли Республики снизится вероятность господдержки в отношении компании. Однако, учитывая большой финансовый ущерб, который получают акционеры, не участвующие в допэмиссии, на наш взгляд, политически для Татарстана этот сценарий будет неприемлем.

Следует также помнить, что участие в столь крупной допэмиссии вероятно приведет к росту долговой нагрузки участвующих в ней акционеров. Правда, по выпуску еврооблигаций СИНХ имеется гарантия правительства Татарстана. Консолидированной финансовой отчетности ТАИФ по МСФО не публикуется, но, мы полагаем, что группа располагает необходимыми средствами.

Подводя итог, мы воспринимаем новости как умеренно-позитивные для НКНХ, но не исключаем, что поменяем свою точку зрения по мере поступления новых деталей и подробностей (в случае, если СИНХ заблокирует допэмиссию, или разрешит ее, но не примет участие в выкупе новых акций).

Напомним, что сейчас нам больше нравится выпуск еврооблигаций **KZOS 2011** (УТМ 8.87%), предлагающий неадекватную премию к выпуску очень схожего по кредитному профилю **NKNK 2015_10** (УТР 8.1%).

Ключевые финансовые показатели НКНХ		
Млн. USD, МСФО	2004	2005
Выручка	1 327	1 699
ЕБИТДА	204	211
Чистая прибыль	93	33
Чистый финансовый долг	283	381
Уставной капитал	220	223
Капитал и резервы	687	710
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА	15.3	12.4
Чистый финансовый долг / ЕБИТДА	1.4	1.8
Чистый финансовый долг / капитал	0.4	0.5

Источник: данные компании, оценка 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
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@mdmbank.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.