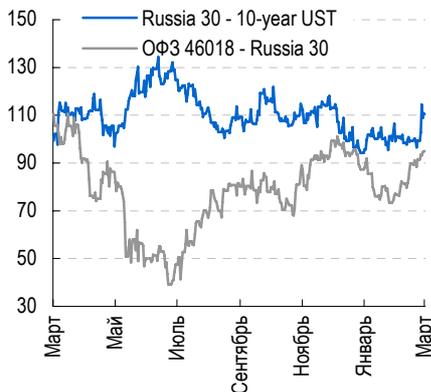
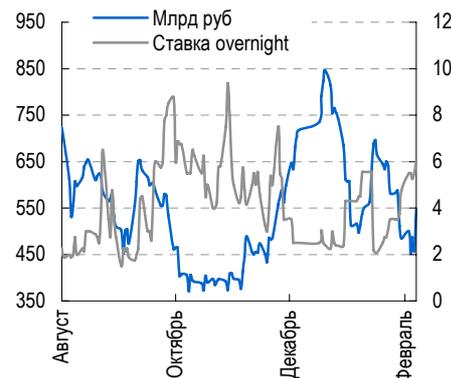


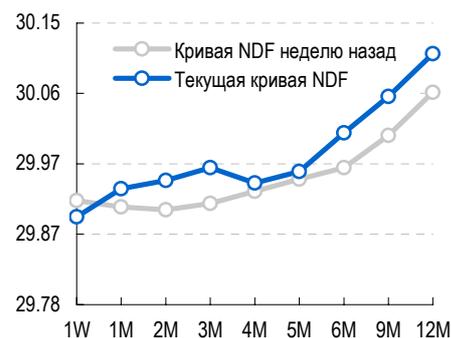
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

2 мар	Размещение руб.обл. Амурметалл-2
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
7 мар	"Бежевая Книга" ФРС

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снижаются на risk aversion, игнорируя статистику. **Газпром** разместил оба выпуска с премией, что скорее отражает ослабление конъюнктуры рынка. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Рынок очень сдержанно отреагировал на снижение котировок российских акций. Пополнение корсчетов на 90 млрд. мы связываем с поступлением в **Сбербанк** платы **Центробанка** за участие в допэмиссии акций (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Амурметалл (NR):** комментарий к размещению.
- Вкратце: Розничная сеть Дикая Орхидея (NR)** разместила допэмиссию акций в размере 20% от капитала среди европейских фондов прямых инвестиций. Привлеченные средства в объеме USD50 млн. компания планирует инвестировать в региональную экспансию (Источник: Коммерсантъ). Безусловно, это важное позитивное событие для кредиторов Дикой Орхидеи, т.к. в масштабах компании оно представляет собой крупное вливание в капитал, которое значительно укрепит баланс. К сожалению, из-за короткой дюрации котировки облигаций Дикой Орхидеи (11%, оферта в апр. 07 г.) вряд ли отреагируют на новость. В более широком контексте сделка является хорошей новостью для российского розничного сектора.
- Вкратце: Трансмашхолдинг (NR)** планирует formalизовать контроль над входящими в группу Бежицким и Брянским заводами, а также компанией Пензадизельмаш. Схема сделки предусматривает оплату активов акциями допэмиссии холдинговой компании (Источник: Ведомости). Напомним, что в настоящее время значительная часть активов находится «под управлением» холдинговой компании. Тот факт, что происходит формализация контроля, которая осуществляется без увеличения долговой нагрузки, безусловно, позитивен для кредиторов ТМХ. Новый выпуск рублевых облигаций холдинга был размещен с достаточно узким спрэдом (8.78%; 270бп к ОФЗ), и, на наш взгляд, не имеет потенциала для дальнейшего сужения.
- Вкратце: ЦБ предлагает законодательно ограничить** размер дополнительных комиссий по потребкредитам на уровне 3-5% годовых (Источник: Коммерсантъ). Фактически это очередной шаг в давлении на бизнес по потребкредитованию. С 1 июля все банки вынуждены будут раскрывать эффективные ставки по кредитам. От этих мер могут пострадать финансовые результаты банков, специализирующиеся на потребкредитовании. И если у Банка Русский Стандарт запас прочности пока довольно велик, то, например, у ХКФ Банка уже достаточно низкая рентабельность. Кредитный профиль ХКФ Банка поддерживают лишь высокий уровень адекватности капитала и сильный акционер.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.55	-0.02	-0.26	-0.15
EMBI+ Spread, бп	186	+1	+20	+17
EMBI+ Russia Spread, бп	111	0	+12	+15
Russia 30 Yield, %	5.66	0	-0.22	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.61	+0.01	-0.03	+0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	494.7	+95.0	+73.3	-171.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	52.4	-5.2	-39.9	-62.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-37.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5	-0.92	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	-0.01	+0.25	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	62.1	+0.2	+3.7	+1.4
Индекс РТС	1797	-61	-100	-113

Рынок еврооблигаций

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

Определяющим фактором на рынке US Treasuries по-прежнему остается тенденция risk aversion, связанная с общей нервозностью относительно слабости мировых фондовых рынков и сегмента sub-prime mortgage debt в США. Фактически, сейчас покупки в US Treasuries продиктованы не их фундаментальной привлекательностью, а скорее их характеристикой как надежного актива, цена которого второстепенна. Так, например, вышедшая вчера в США статистика была негативна для казначейских облигаций, т.к. свидетельствовала о росте потребительских расходов, промышленного производства и инфляции. Однако, доходность **10-летних UST** снизилась на 2бп до 4.55%.

Рынок облигаций **Emerging Markets** выглядит слабо – сейчас аппетит инвесторов к риску никак нельзя назвать хорошим. Котировки большинства «бенчмарков» вчера сползли вниз примерно на 1/4. Кроме того, за неделю йена подорожала примерно на 3.0%, что оказывает дополнительное давление на игроков, использующих ее для фондирования своих позиций (carry trades).

Цены российских суверенных еврооблигаций уже который день находятся на одном и том же уровне, демонстрируя поистине магическую стабильность на фоне волатильных UST. Выпуск **Russia 30** (YTM 5.66%), как привязанный, торгуется около отметки 113 3/8. Спрэд к UST вчера расширился до 111бп. Мы предполагаем, что при расширении спреда до 115-117бп его (спрэд) активно начинают покупать.

В корпоративном сегменте вчера наблюдалось неагрессивное снижение котировок, главным образом, среди ликвидных длинных выпусков: **Gazprom 34** (-1/16; YTM 6.43%), **Severstal 14** (-1/6; YTM 7.69%), **Альфа-Банк 15** (-3/16; YTC 8.49%).

На первичном рынке завершилось размещение 2-х траншей **Газпрома** (A3/BBB/BBB-). Долларовый выпуск (15 лет, USD1.3 млрд) был размещен с доходностью 6.51%. Визуально премия к кривой еврооблигаций Газпрома составляет около 15-20бп, если не учитывать в стоимости и доходности Gazprom 34 некоторый дисконт за наличие опциона «пут». Транш в евро (10 лет, EUR500 млн.) был размещен с доходностью 5.44%, что на 7бп больше доходности аналогичного по структуре и дюрациии выпуска Gazprom 17EUR. Присутствие премий к первичному рынку мы объясняем слабой рыночной конъюнктурой. Котировок размещенных траншей на вторичном рынке мы пока не видели.

Стал известен price-talk по новому выпуску 2-летних еврооблигаций с плавающим купоном **ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) – EURIBOR+60-65бп. Для сравнения, обращающиеся сейчас на вторичном рынке **VTB 07 FRN** и **VTB 08 FRN** торгуются на уровне LIBOR+45-50бп.

Важной статистики сегодня в США нет, поэтому внимание участников рынка будет сосредоточено на динамике мировых фондовых индексов.

Рынок рублевых облигаций

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

В первый день месяца ситуация на денежном рынке лишь незначительно улучшилась. Полностью отказаться от прямого РЕПО с ЦБ банки так и не смогли (13 млрд. руб.). Большую часть дня ставки overnight находились на уровне 5-6%. Интересно, что в этих условиях Банку России удалось продать **ОБР-3** на 15.2 млрд. рублей (доходность 4.80%). Рынок рублевых облигаций вчера достаточно сдержанно реагировал на резкое снижение котировок российских акций.

На рынке госбумаг произошло заметное снижение котировок длинных выпусков – **ОФЗ 46017** (-10бп; YTM 6.54%), **ОФЗ 46018** (-16бп; YTM 6.61%), **ОФЗ 46020** (-19бп; YTM 6.87%). На наш взгляд, при приближении доходности ОФЗ 46020 к 7%, в выпуске будет появляться очень мощная поддержка, т.к. спрэд к ставке РЕПО ЦБ станет слишком привлекательным (см. наш обзор от 27 ноября 2006 г.).

Вчера **Москомзайм** осуществил обмен облигаций Москвы, погашаемых в 2007–2008гг. (31-я, 42-я, 40-я, 43-я, 29-я и 36-я серии), на погашаемые в 2009-2015гг. (47-я, 41-я, 39-я и 44-я серии). Это продолжение

февральской истории, когда инвесторам было сделано похожее предложение. Нынешние условия практически не отличались от февральских (с поправкой на конъюнктуру рынка). Похоже, Москомзайму удалось убедить в разумности обмена крупных держателей коротких выпусков (13.5 млрд. рублей обменено вчера против 5.5 млрд. в феврале).

В первом эшелоне снижение котировок большинства выпусков ограничилось 5бп. На общем фоне «хуже рынка» выглядели облигации **ФСК-4** (-18бп; УТМ 7.40%). Спрэд этого и 5-го выпуска ФСК к ОФЗ сейчас превышает 100бп.

Выпуски 2-3 эшелонов по-прежнему выглядят очень устойчиво на фоне сохранения спроса в этом сегменте. Вчера спросом пользовались **МиГ-1** (УТР 8.14%), **Мечел-2** (УТР 8.12%), **Магnezит-1** (УТР 7.91%), **Нутринвестхолдинг-1** (УТР 9.98%).

Вчера же завершилось размещение выпуска **Белон-2** (УТР 9.46%), что ниже ориентиров организаторов на 15-25бп. Мы не видим потенциала сужения спрэдов в этом выпуске с текущих уровней.

Сегодня мы увидели впечатляющий рост остатков на корсчетах банков в ЦБ (+90 млрд.). Мы связываем это с поступлением в Сбербанк платы Центробанка за участие в допэмиссии, т.к. сопоставимых по объему покупок валюты Центробанком мы не отмечали. Насколько мы понимаем, ЦБ вряд ли позволит Сбербанку поделиться с банковской системой этой ликвидностью.

Амурметал (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа металлургической компании Амурметалл объемом 2 млрд. руб. и сроком погашения 3 года. Эмитентом облигаций выступает ОАО Амурметалл, которое является основным балансодержателем, а также центром денежных потоков и прибыли компании.

Производственные мощности Амурметалла расположены в Хабаровском крае. Основными видами выпускаемой продукции являются листовая и сортовой прокат и товарная заготовка. В 2006 г. объем производства составил чуть более 800 тыс. тонн. Около 45% выручки обеспечивает экспорт, преимущественно в страны Юго-Восточной Азии. Основным бенефициаром является Председатель Совета директоров А.Г.Шишкин, которому принадлежат более 99% акций.

Предприятие находится в активной стадии инвестиционного цикла, т.к. нацелено на агрессивный рост объемов производства (до 2.2 млн. тонн к 2009 г.). Объем инвестиций в 2006 г. составил около 2.6 млрд. руб. В 2007 г. планируется направить на развитие еще 3.8 млрд. руб. Основная часть инвестиций финансируется за счет заимствований, что ведет к росту долговой нагрузки. По нашим оценкам, к концу 2006 г. показатель Долг/ЕБИТДА компании составил около 3х. В 2007 г. в зависимости от динамики выручки и рентабельности это соотношение может составить около 4.0-5.0х.

Слабостью кредитного профиля Амурметалла мы также считаем сравнительно низкую по сравнению с лидерами отрасли операционную рентабельность, являющуюся следствием недостаточной интегрированности бизнеса и более низкого качества операционных активов. Рост рентабельности в 2006 г. сама компания объясняет в т.ч. снижением регулируемого тарифа на электроэнергию. Насколько мы понимаем, в какой-то момент тарифное регулирование может сыграть «против» Амурметалла.

Поддержку кредитному профилю Амурметалла обеспечивают такие факторы как удачное географическое положение (единственное современное предприятие на Дальнем Востоке, выпускающее сортовой и листовой прокат) и динамичный рост бизнеса. Компания имеет достаточно простую юридическую структуру (что также является плюсом применительно к структуре облигационного займа), а также готовит отчетность по МСФО (правда, с трудно объяснимыми задержками).

Организаторы позиционируют «справедливую» доходность нового выпуска облигаций Амурметалла на уровне 9.25-9.45%. Первый выпуск компании сейчас торгуется на уровне 9.05% к погашению через 2 года.

Премия в 30бп за дополнительный год дюрации выглядит вполне адекватной. Вместе с тем, инвесторам следует учитывать, что в ближайшие год-полтора Амурметалл будет демонстрировать ухудшение показателей долговой нагрузки. В связи с этим более удачный момент для открытия позиций в облигациях компании может представиться через 12-15 месяцев.

Ключевые финансовые показатели ОАО Амурметалл, РСБУ			
Млн. руб.	2004	2005 г.	9М2006 г.
Выручка	6 436	7 866	7 001
ЕБИТДА	588	526	1 057
Чистая прибыль	271	59	272
Финансовый долг	967	2 211	3 754
Собственный капитал	830	4 495	5 016
Активы	2 280	7 544	9 597
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	9.1%	6.7%	15.1%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.64	4.2	2.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.16	0.49	0.75
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	8.6	3.7	5.5

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
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.