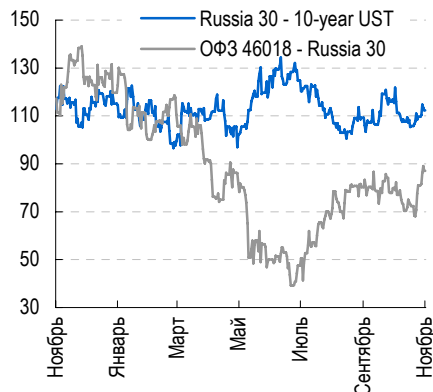
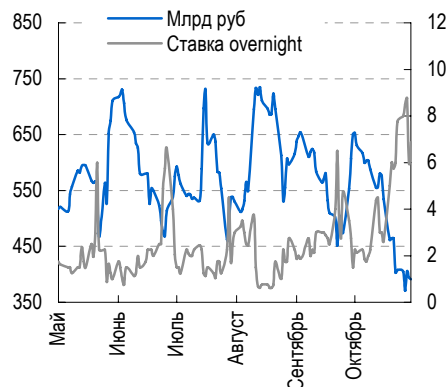


пятница, 3 ноября 2006 г.

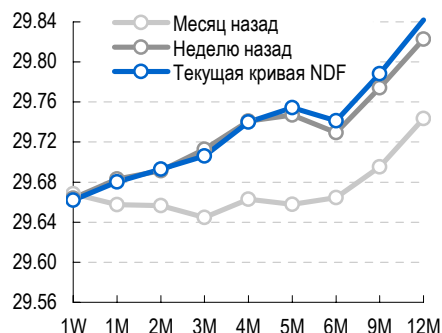
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 ноября	Статистика по Non-farm Payrolls
3 ноября	US Unemployment rate
3 ноября	Размещение руб. обл. «Дымов»
3 ноября	Результаты Пятерочки за 3 кв. МСФО
6 ноября	Выходной день в России
9 ноября	Trade Balance, Import Prices
Окт.-Ноябрь	Рoad-шоу Сбербанк, Банк С-Пб
Окт.-Ноябрь	IPO Северстали, ЧЦЗ, Сист-Галс
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3 кв.

Рынок еврооблигаций

- Недельное ралли в UST приостановилось, поводом стала очередная порция статистики. Перед Payrolls активность будет низкой. Российские инвесторы могут предпочесть зафиксировать прибыль перед длинными выходными (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Выпуски Газпрома разместились с меньшей премией, чем мы ожидали. Большой интерес проявили нерезиденты
- Ликвидности по-прежнему мало. На следующей неделе инвесторы обоснованно ждут прихода бюджетных денег. Однако, на наш взгляд, рост возможен только вслед за еврооблигациями (стр. 2)

Новости и идеи

- Кредитный комментарий к новому размещению: «Дымовское колбасное производство» (NR).** Среди рисков мы отмечаем отсутствие вертикальной интеграции, высокую конкуренцию, вероятное дальнейшее снижение рентабельности, рост потребностей в оборотном капитале и высокую долговую нагрузку. Важным позитивным фактором мы считаем простую юридическую структуру компании. Справедливая доходность по выпуску, на наш взгляд, составляет около 12% годовых. (стр.3)
- Вкратце: S&P повысило суверенный рейтинг Казахстана, а вслед за ним – рейтинг Банка Развития Казахстана (DBKAZ) с «BBB-/Позитивный» до «BBB/Стабильный».** S&P отметило улучшение фискальных и экономических показателей, а также взвешенную макроэкономическую политику. Ни еврооблигации DBKAZ, ни выпуски других крупных банков Казахстана (ККВ, BTAS, HALYK) вчера не отреагировали на новости, их котировки остались на прежних уровнях.
- Вкратце: «Ведомости» со ссылкой на немецкую Handelsblatt и другие источники сообщают, что и члены германского правительства, и Deutsche Telekom (A3/A-/A-) отвергли предложение группы «Система» (B3/BB-/B+) по обмену активами «по политическим и стратегическим причинам».** Данная информация снижает вероятность подобной сделки.
- Вкратце: Вчера комиссия правительства России приняла решение о создании ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» (ОАК), сообщил источник в Минпромэнерго.** На наш взгляд, в ответ на критику президента правительство пытается ускорить процесс формирования ОАК, который, по нашим оценкам, может занять еще несколько месяцев (обмен/выкуп акций). В сегменте авиастроителей мы считаем по-прежнему интересным рублевый выпуск Иркут-3 (8.25%, широкий спрэд к Irkut 09 CLN 7.20%), МиГ-2 (8.7%), и ПМЗ (9.9%, дочка Системы, вхождение в ОАК не планировалось, но не исключается).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.60	+0.03	-0.02	+0.21
EMBI+ Spread, бп	192	-3	-15	-53
EMBI+ Russia Spread, бп	114	0	-2	-4
Russia 30 Yield, %	5.72	+0.02	-0.05	+0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	0	+0.02	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	332.2	-3.1	-111.4	-158.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	59.3	+0.2	-174.5	-55.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-37.4	-	-	-
Overnight RUR, %	6.875	+0.88	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	0	-0.01	-1.27
Нефть (брент), USD/барр.	57.9	-1.1	-0.5	-0.2
Индекс РТС	1629	-16	+106	+507

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Недельное ралли в US Treasuries, в течение которого котировки 10-летних UST выросли на 2 п.п., вчера приостановилось. По итогам дня котировки снизились, доходность **UST10** выросла на 36п (YTM 4.60%), **UST2** – на 26п (YTM 4.67%). Причиной послужила очередная порция статистики из США. Издержки производителей в октябре выросли сильнее, чем ожидалось, в то время как производительность осталась на прежнем уровне. Это повлияло на инфляционные ожидания – возросла вероятность того, что производители предпочтут увеличить цены, чтобы перенести на потребителей рост издержек. Кроме того, возможно, рост доходностей отражает ожидания сильных данных по Non-farm Payrolls, публикуемых сегодня.

Рынок облигаций Emerging Markets вновь продемонстрировал меньшую волатильность по сравнению с UST, а спрэд EMBI+ сузился до 1926п (-36п). Котировки **Russia 30** снизились на 1/8 (YTM 5.72%), сократив спрэд к **UST** на 1 бп до 1126п.

В российском корпоративном секторе котировки большинства снизились на 1/16-1/8 вслед за **Russia 30**. Чуть более сильным было движение в наиболее длинных выпусках – **Gazprom 34** (-5/8, YTM 6.48), **TNK 16** (-3/16, YTM 6.74%), **Vimpelcom 16** (-5/16, YTM 7.66%), **RusAgrBank 13** (-1/4, YTM 6.15%). Сегодня заканчивается road-show 5-летних еврооблигаций **Сибкадембанка** (B1/B), номинированных в евро. Вчера банк объявил, что ориентируется на ставку купона в районе 8.50% (спрэд к BUNDS около 500bp). На наш взгляд, это не предполагает какой-то значительной премии (спрэд субординированного SIBAC 11 к UST – около 5906п, SIBAC 2009 – около 4006п).

Сегодня, как обычно, мы ожидаем низкую активность до выхода данных (Payrolls). Если инвесторы и будут предпринимать какие-то действия, то, скорее всего, это будут продажи – инвесторы, вероятно, предпочтут зафиксировать прибыль, тем более что в понедельник российский рынок будет закрыт.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера основным событием стало размещение облигаций **Газпрома**. Ставка купона 3-летних облигаций (серия А7) составила 6.79% (YTM 6.91%), 5-летних (серия А8) – 7.00%. (YTM 7.12%). Это ниже первоначальных ориентиров организаторов. Мы также предполагали, что премия к кривой доходности Газпрома будет более значительной в связи с неблагоприятной ситуацией с ликвидностью. Сказался высокий интерес к выпускам нерезидентов, которые приобрели значительную часть обоих выпусков. После размещения **Газпром-8** торговался на форвардах на уровне 100.05-100.10.

Как это ни парадоксально на первый взгляд, успешное размещение выпусков Газпрома не воодушевило инвесторов, и в первом эшелоне продолжилось медленное снижение котировок. Сказывается по-прежнему напряженная ситуация с ликвидностью. Вчера ставки **МБК** находились на уровне 7-7.5%. По состоянию на сегодняшнее утро остатки на корсчетах и депозиты в **ЦБ** уменьшились с 394.5 млрд. рублей до 391.5 млрд. рублей. Активность ЦБ на валютном рынке, по-прежнему, минимальна. Вчера, по нашим оценкам, он купил около USD200-250 млн.

Прогноз. На предстоящей неделе мы не ожидаем снижения котировок. На прошедшей неделе рынок продемонстрировал устойчивость к достаточно жесткой ситуации с ликвидностью, а в этом смысле нас ждет улучшение конъюнктуры. Рынок обоснованно предвкушает приток рублей из бюджета, где скопился большой объем отложенных расходов. Если же говорить о росте, то основной идеей может стать попытка отыграть пропущенное ралли в еврооблигациях – **спрэд ОФЗ 46018 к Russia 30** за последние пару недель расширился почти на 20бп. Однако, события прошедшей недели заставили инвесторов усомниться в том, что рублевая ликвидность всегда будет стоить дешево. Помимо этого, валютные форварды указывают на временно исчезнувшую уверенность в укреплении рубля к корзине. В этой ситуации мы вряд ли отыграем больше 3-4бп «валютной премии», а возможно, сохраним ее неизменной. Если же еврооблигации продолжат свой рост на предстоящей неделе, то рублевые выпуски с удовольствием подхватят его.

Дымовское колбасное производство (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня пройдет размещение облигаций производителя колбас и мясных деликатесов ООО «Дымовское колбасное производство» («Дымов») объемом 800 млн. руб. Срок обращения облигаций – 3 года, оферта через 1.5 года.

На наш взгляд, «Дымов» имеет достаточно слабый кредитный профиль. Компания невелика, не имеет ни собственной ресурсной базы, ни собственных розничных активов, при этом функционирует в сегменте с крайне высоким уровнем конкуренции. По нашему мнению, «Дымов» продолжит демонстрировать снижение операционной рентабельности, т.к. затраты компании на рекламу и продвижение собственной продукции на полки магазинов будут расти опережающими темпами. Кроме того, вероятен опережающий рост оборотного капитала в связи с тем, что обладающие мощной переговорной силой розничные сети будут стремиться увеличивать отсрочку по оплате продукции.

Ключевые финансовые показатели ООО «Дымовское колбасное производство»

Млн. руб., РСБУ	2004	2005	6 мес. 2006
Выручка	1277	2061	1301
EBIT	112	166	81
Чистая прибыль	54	53	21
Финансовый долг	276	407	484
Собственный капитал	94	160	230
Всего активы	541	969	1094
Показатели			
EBIT margin	8.7%	8.0%	6.2%
EBIT/проценты, х	4.9	5.0	4.2
Финансовый долг/EBIT годов., х	2.5	2.5	3.0
Финансовый долг / Собственный капитал, х	2.9	2.5	2.1

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Финансовый профиль компании уже характеризуется умеренно-высоким уровнем долговой нагрузки. После привлечения займа, средства которого «Дымов» планирует направить на расширение производственных мощностей, долговая нагрузка приблизится к опасным значениям (по оценкам организатора, показатель Долг/EBITDA достигнет 8.0х).

Единственным важным позитивным фактором кредитоспособности «Дымов» мы считаем простую и прозрачную юридическую структуру компании. На эмитенте – ООО «Дымовское колбасное производство» - сконцентрированы практически все активы, обязательства, выручка и прибыль компании.

Учитывая слабый кредитный профиль эмитента, а также небольшой объем займа (который, вероятно, будет малоликвидным), мы полагаем, что доходность по дебютному выпуску должна составлять около 12% годовых.



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.Bogaty@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.Lavakas@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.