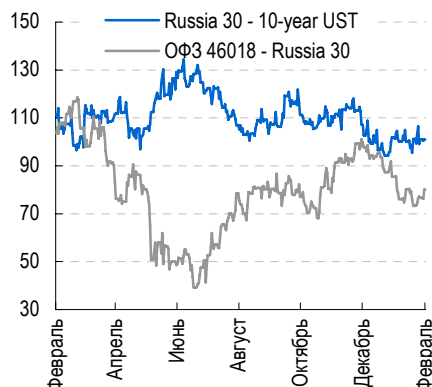


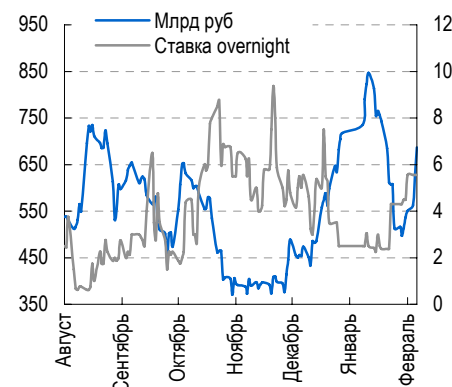
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 7 февраля 2007 г.

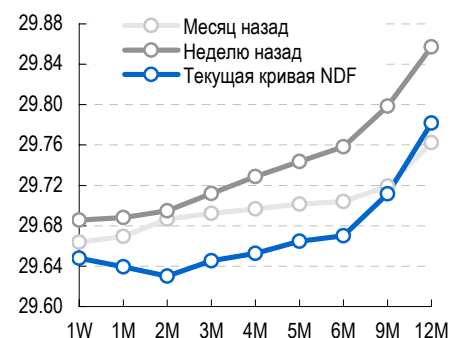
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

7 фев	Размещение руб. обл. Финансбанк-2
8 фев	Размещение руб. обл. АИЖК-9
8 фев	Размещение руб. обл. Арсенал-3
8 фев	Размещение руб. обл. КомплексФин-1
13 фев	Публикация торгового баланса США
Февраль	Размещение руб. обл. Белон-2
	Размещение евро обл. Альфа-банк, Банк
Февраль	Союз, ВБД, ХКФ Банк

Рынок еврооблигаций

- Размещения украинских банков – ПУМБ закрыл сделку, Укрсоцбанк озвучил price-talk. Еще раз о привлекательности LPN «Каскада ГЭС». (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Оптимизм постепенно растворяется. Об ОФЗ 25061 и рублевых облигациях Финансбанка. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- В преддверии нового выпуска облигаций розничная сеть Копейка (S&P B-) раскрыла финансовую отчетность за 9 мес. 2006 г. В прошлом году компания продемонстрировала достаточно резкое снижение рентабельности, поэтому реальный уровень долговой нагрузки заметно превысил наши оценки (стр. 3).
- Вкратце: Росстат сообщил, что инфляция в январе 2007 г. составила 1.7%. На наш взгляд, снижение январской инфляции на 0.7 п.п. по сравнению с январем 2006 г. (2.4%) увеличивает шансы правительства и ЦБ уложиться в 2007 г. в 8-процентный целевой ориентир и без номинального укрепления рубля к корзине валют. Ослабление ожиданий номинального укрепления рубля – негативный фактор для рынка рублевых облигаций.
- Вкратце: После неудачи в переговорах с Continental (Baa1/BBB+) шинный холдинг Амтел-Фредештайн (NR) решил продать свой розничный бизнес AV-TO, чтобы частично решить проблемы с долгами. (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, продажа активов – разумный шаг в той сложной ситуации, в которой оказался Амтел (см. наши комментарии от 15 и 20 ноября 2006 г.). Тем не менее, в связи с высокими рисками рефинансирования мы не рекомендуем увеличивать позиции в выпуске CLN Amtel 07 (объем USD175 млн., погашение 30 июня 2007 г., текущие котировки 98.0-99.0, YTM 14.5%-11.8%).
- Вкратце: Возрастает давление на российские банки, занимающиеся розничным кредитованием. В суды поданы иски о признании незаконными условий типовых договоров некоторых банков (Источник: Ведомости). На наш взгляд, под давлением Роспотребнадзора и общественных организаций банки могут быть вынуждены снизить эффективные ставки по потребкредитам.
- Вкратце: Техносила (NR) сообщила, что ее выручка по итогам 2006 г. составила USD1 млрд. (+69% к 05 г.), EBITDA – USD61 млн. (+36%). (Источник: Bloomberg).
- Вкратце: Вслед за повышением рейтинга Татарстана Fitch повысило рейтинг еврооблигаций Связинвестнефтехима до «BB+/Стабильный». Котировки выпуска SINEK 2015_12 вчера выросли со 100.8 до 101.3 (YTP 7.41%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.77	-0.03	+0.12	+0.07
EMBI+ Spread, бп	167	+1	-9	-2
EMBI+ Russia Spread, бп	99	0	-4	+3
Russia 30 Yield, %	5.78	-0.03	+0.11	+0.13
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	+0.01	+0.06	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	423.9	+9.3	-242.2	-242.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	262.9	+51.9	+211.2	+148.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	21.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.35	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	0	-0.02	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	58.4	+0.3	+2.8	-2.3
Индекс РТС	1923	+18	+1	+13

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Доходности US Treasuries вчера снизились на 3-4бп (**UST10** 4.77%, **UST2** 4.90%) Основным поводом для такого движения стали результаты аукциона по размещению **3-летних UST**, на котором спрос превысил предложение почти в 3 раза, а доходность сложилась с небольшим дисконтом ко вторичному рынку.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился еще на 1бп до 167бп. Котировки выпуска **Russia 30** ($112 \frac{3}{8}$ - $112 \frac{1}{2}$, YTM 5.78%) вместе с большинством индикативных выпусков ЕМ подросли на $\frac{1}{4}$. В корпоративном секторе мы видели спрос в длинных выпусках телекомов – **VimpelCom 11** (YTM 6.56%), **VimpelCom 16** (YTM 7.29%), **Sistema 11** (YTM 7.16%). Котировки самого длинного и волатильного корпоративного выпуска **Gazprom 34** (YTM 6.53%) выросли на $\frac{1}{2}$.

На первичном рынке завершилось размещение 3-летних еврооблигаций (USD150 млн.) **Первого украинского международного банка** (B2/B-). Ставка купона была установлена на уровне 9.75%, что несколько ниже ранее озвученного диапазона (9.875% area). Также стали известны детали по новому выпуску еврооблигаций **УкрСоцБанка** (Ba1/B/B-) – это будут 3-летние ноты объемом около USD300 млн., доходность ориентировочно составит 8.00-8.25%. На наш взгляд, по верхней границе диапазона выпуск выглядит достаточно интересно, предлагая премию около 80бп к чуть более длинному **UKRSIB 11** (YTM 7.45%).

Мы хотели бы еще раз обратить внимание на проходящее сейчас размещение **LPN Каскада Нижне-Черекских ГЭС** (NR, USD60 млн., купон 12%, срок – 6 лет). Как следует из материалов организатора выпуска, эта «внучка» ПАО ЕЭС уже в 2007 г. станет «дочкой» ГидроОГК (Баа3 от Moody's), а в течение 3-х лет вообще может объединиться с ГидроОГК в одно юридическое лицо. К выпуску прилагается «комфортное письмо» от ГидроОГК, в котором заявляет о всемерной поддержке «Каскада» в случае возникновения у него финансовых затруднений. Мы не видим рациональных оснований для «Каскада» фиксировать купон на столь длинный срок. Как бы то ни было, мы считаем выпуск исключительно привлекательным и ожидаем стремительного роста его котировок на несколько процентных пунктов в первые же недели торгов.

Сегодня в США выйдут не слишком важные данные по рынку труда, а также пройдет аукцион по размещению **10-летних UST**.

Рынок рублевых облигаций

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

Несмотря на сохранение благоприятной конъюнктуры как на денежном рынке, так и на рынке еврооблигаций, активных покупателей в рублевых облигациях становится все меньше. Мы считаем такое поведение инвесторов разумным, т.к. ожидаем ухудшения ситуации с ликвидностью уже в конце февраля и сохранения высоких ставок денежного рынка (5-6%) в течение достаточно продолжительного времени.

В сегменте ОФЗ котировки выросли в среднем в пределах 10бп. Большого всего в цене прибавил длинный выпуск **ОФЗ 46020** (YTM 6.83%, +11бп). Наибольший торговый оборот пришелся на **ОФЗ 25058** (YTM 5.59%) и **ОФЗ 25059** (YTM 6.23%), но котировки этих выпусков практически не изменились. Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению **ОФЗ 25061**. На фоне временного избытка ликвидности мы ожидаем высокий спрос на аукционе, и предполагаем, что средневзвешенная доходность сложится на уровне 6.18-6.19%, т.е. с премией в 2-3бп к кривой.

В первом эшелоне вчера «хуже рынка» выглядели выпуски **ФСК-2** (YTM 7.15%), **Газпром-8** (YTM 7.11%), **Газпромбанк-1** (YTM 7.47%), котировки которых снизились на 5-10бп. Последний, кстати, вчера закрыл сделку по размещению своих 3-летних рублевых еврооблигаций (10 млрд. рублей, купон – 7.25%). К концу вчерашнего дня цена этого выпуска уже выросла до 100.20.

Во втором-третьем эшелоне наибольший интерес участники рынка вчера проявили к выпускам **ТМК-3** (УТМ 7.50%, +86п), **ЮТК-4** (УТМ 8.09%, +106п), **Мечел-2** (УТМ 8.12%, +46п), **Салаватнефтеоргсинтез-2** (УТМ 8.07%, +186п), **Стройтрансгаз-1** (УТМ 8.54%). После резкого провала продолжают подрастать котировки выпуска **Русснефть-1** (87.90; УТМ 17.87%).

Вчера закончился период, когда можно было обменять кратко- и среднесрочные выпуски Москвы на более длинные. По информации Москомзайма, всего к обмену предъявили бумаги на общую сумму 6.8 млрд. рублей. Возможные причины столь скромных результатов – нежелание инвесторов удлинять дюрацию портфелей или «блокировка» части бумаг в рамках каких-либо сделок (РЕПО, проч.).

На первичном рынке сегодня пройдет размещение 3-го облигационного займа Финансбанка (Ba2). По выпуску предусмотрена 1.5-годовая оферта. Ориентир по доходности – 8.00-8.15%. Сейчас в обращении находятся еврооблигации банка **Finansbank 08** (УТМ 7.00%). Учитывая более короткую дюрацию предлагаемого рублевого выпуска, премия над «еврооблигационной кривой» банка выглядит слишком широкой и потому привлекательной. Кредитный профиль самого банка пока не очень силен. Нам нравится, что банк не стал фокусироваться исключительно на потребкредитовании (перспективы которого становятся все туманнее), а диверсифицировал свою бизнес-модель, занявшись и корпоративным кредитованием. Предполагается, что основной «комфорт» инвесторы получают от присутствия сильного акционера – группы ФИБА, которая недавно успешно продала свой турецкий банковский проект, который был оценен более чем в US\$5 млрд.

Копейка (S&P B-/Стабильный) раскрыла отчетность по МСФО за 9 мес. 2006 г.

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

В преддверии нового выпуска облигаций розничная сеть Копейка (S&P B-) раскрыла свою неаудированную финансовую отчетность по международным стандартам за 9 мес. 2006 г.

Как следует из финансовой отчетности, в прошлом году компания продемонстрировала достаточно резкое снижение рентабельности – показатель EBITDA margin по итогам 9 мес. 2006 г. составил 4.1% против 6.1% в 2005 г. Мы предполагаем, что это связано с достаточно активным ростом Копейки в 2006 г. Размер среднего чека в регионах, куда была направлена экспансия компании, ниже, чем в Москве. Кроме того, быстрый рост подразумевает высокую долю новых магазинов, рентабельность которых на начальном этапе ниже, а также расходы на реструктуризацию/ребрендинг/интеграцию приобретенных региональных сетей.

Консолидированный объем долга компании по состоянию на 30 сентября 2006 г. составил 6.5 млрд. рублей (около USD 250 млн.). На фоне снижения рентабельности показатель «Долг/EBITDA годовая» вырос с 3.3x в конце 2005 г. до 6.5x по итогам 3-го квартала 2006 г. В нашем вчерашнем комментарии мы оценивали объем долга Копейки по итогам 2006 г. на уровне USD300 млн., а показатель Долг/EBITDA – около 4.0x. Мы сохраняем нашу оценку объема долга и корректируем оценку «leverage» до 6.0-6.5x.

Ключевые консолидированные финансовые показатели ТД «Копейка», МСФО				
Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006	2006
Выручка	10 541	16 260	18 273	Около 26 500
EBITDA	757	992	750	
Чистая прибыль	438	264	31	
Финансовый долг	1 411	3 232	6 547	
Собственный капитал	4 061	4 064	4 095	
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	7.2%	6.1%	4.1%	
Рентабельность чистой прибыли (%)	4.2%	1.6%	0.2%	
Финансовый долг/EBITDA (x)	1.9	3.3	6.5	
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.8	1.6	

Источник: данные компании и банка Уралсиб, оценки МДМ-Банка

На наш взгляд, размещение нового выпуска в сочетании с новостями о снижении рентабельности и росте долговой нагрузки могут привести к расширению спредов в облигациях **Копейка-1** (УТМ 9.38%) и **Копейка-2** (УТР 9.49%) в ближайшие дни. Вместе с тем, в долгосрочной перспективе, на наш взгляд, выпуски Копейки достаточно привлекательны. Мы считаем, что ФК Уралсиб быстро расстанется с этим непрофильным для себя активом, продав его более сильной российской или иностранной розничной сети. Кстати, аналитические материалы организатора выпуска подтверждают, что недавняя передача 50% акций Копейки оффшорным компаниям – часть сделки по продаже этих акций ФК Уралсиб.



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.