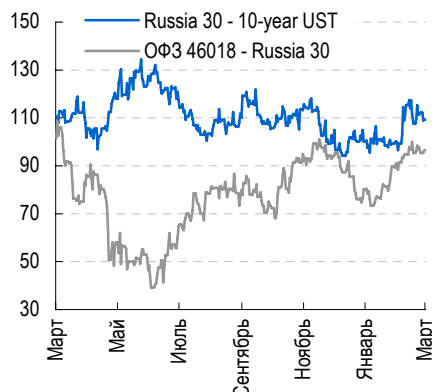


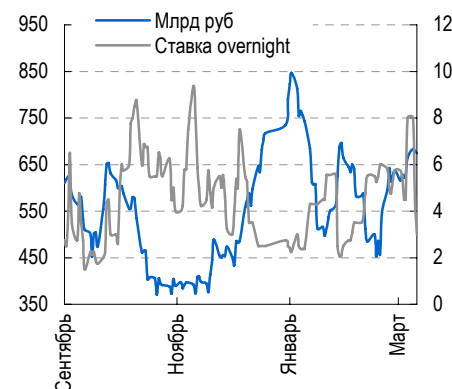
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 21 марта 2007 г.

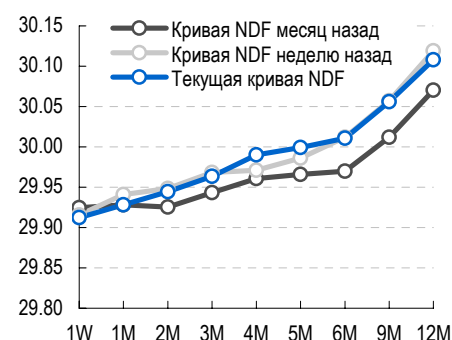
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 мар	Решение ФРС о процентной ставке
21 мар	Размещение руб.обл. Вост.Экспресс-1
22 мар	Размещение еврообл. Абсолют Банк
22 мар	Initial Jobless Claims в США
22 мар	Размещение руб.обл. Кокс-2
23 мар	Размещение еврообл. Центр Инвест
23 мар	Existing Home Sales в США
23 мар	Размещение руб.обл. Разгуляй-3

Рынок еврооблигаций

- Подрастают котировки еврооблигаций казахстанских банков. В остальном событий не так много. Сегодня вечером мы узнаем о решении **FOMC** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Массированные продажи валюты в Центробанк и новости о гигантском кредите Роснефти заставляют нас скорректировать мнение относительно перспектив денежного рынка. О новых купонах по **ТМК-2** и **Альфа-Финанс-2** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **КОКС (NR): комментарий к размещению.** Нам нравится кредитный профиль компании. Мы корректируем наши комментарии от 5 марта и полагаем, что облигации КОКСа имеют потенциал сужения спрэдов (стр. 3)
- **Банк Восточный Экспресс (ВЗ): комментарий к размещению.** Предлагаемая премия в 150бп к кривой доходности «родственного» УРСА Банка кажется нам вполне адекватной (стр. 4).
- **Вкратце: Усиливаются слухи о возможной покупке Газпромом (A3/BBB/BBB-) доли в ТНК-ВР (Baa2/BB+/BBB-).** Ведомости сегодня сообщают, что этот вопрос может обсуждаться в рамках запланированной на конец этой недели встречи руководства ВР (Aa1/AA+/AA+) с президентом В.Путиным. Нам сложно оценить вероятность подобной сделки. В любом случае, мы считаем, что такие слухи окажут поддержку еврооблигациям ТНК-ВР. Более короткие выпуски компании TMENRU 11 и TMENRU 12 сейчас торгуются с премией около 30бп к кривой доходности Газпрома, тогда как в более длинных TMENRU 16 и TMENRU 17 эта премия достигает 60-70бп.
- **Вкратце: Французский гигант Danone (A1/A+) увеличил свой пакет акций в российском ВБД (В1/В+) на 0.8% до 13.7%.** Представитель ВБД сообщил, что Danone может выдвинуть кандидата в Совет директоров компании. Пока мы оцениваем вероятность поглощения ВБД французским производителем продуктов питания как низкую. Вместе с тем, на наш взгляд, увеличение участия Danone в ВБД подтверждает инвестиционную привлекательность российской компании. Помимо сообщения о Danone, мы также видели новость о том, что дивидендная политика ВБД может стать более агрессивной (на дивиденды может быть направлено 25-50% от чистой прибыли против менее 10% в последние годы). На наш взгляд, это умеренно-негативная новость для кредиторов компании. Мы не видим спекулятивного потенциала в облигациях ВБД, которые характеризуются достаточно низкой ликвидностью.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.55	-0.02	-0.14	-0.15
EMBI+ Spread, бп	179	+1	+9	+10
EMBI+ Russia Spread, бп	108	+1	+7	+12
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.02	-0.05	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.61	0	+0.03	+0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	602.3	-3.6	+162.9	-63.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	72.3	-0.5	-71.4	-42.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	111.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.92	+0.67	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.03	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	60.2	-0.3	+0.9	-0.5
Индекс РТС	1831	-15	-74	-79

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Доходности 10-летних US Treasuries вчера снизились на 26п до 4.55%, отреагировав на слабую статистику по рынку жилья. Спрэд **EMBI+** вчера расширился на 16п до 1796п. Продолжается ралли в облигациях Бразилии – выпуск **Brazil 40** обновил исторический максимум – 134 3/8 (+1/8, YTM 8.03%).

Спрэд **Russia 30** (+1/16, YTM 5.64%) к UST10 остается на уровне в 109 бп. В корпоративном секторе активность крайне низка. Самые интересные события происходили вчера в облигациях казахстанских банков, где рынок, похоже, «нащупал дно». Вчера практически по всему спектру бумаг в этом сегменте котировки выросли примерно на 3/8. Новостей с первичного рынка немного. Вчера было объявлено о скором размещении 3-летних еврооблигаций **Банка Кредит Европа** (Ba2, бывший Финансбанк Россия). Завершилось размещение выпуска ипотечных облигаций банка **ТуранАлем** (объем старшего транша составил чуть более USD120 млн.).

Сегодня инвесторы, вероятно, будут неактивны в ожидании решения ФРС США по **FED RATE**. Напомним, что рынок уверен в сохранении ставки неизменной. Все внимание будет приковано к комментариям ФРС. Возможно, участники рынка как-то отреагируют на публикуемые сегодня данные по американскому ипотечному рынку, который в последние недели находится в центре внимания в связи с проблемами в сегменте **sub-prime mortgages**.

Рынок рублевых облигаций

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

Денежный рынок чувствует себя лучше, чем мы ожидали. Несмотря на выплаты **НДС**, ставки overnight вчера не превышали 6.0%, а во второй половине дня опустились до 4.0-5.0%. Причина такого благополучия – массивные продажи валюты в ЦБ. Вчера **Центробанк**, по нашим оценкам, приобрел еще около **USD3 млрд.** Что это – подготовка к налогам и аукционам по продаже активов **ЮКОСа**, или спекулятивные продажи в преддверии очередного укрепления рубля? Мы полагаем, что и то, и другое. Мы корректируем наш взгляд на перспективы денежного рынка с умеренно-негативного на нейтральный. Дополнительную поддержку рублевой ликвидности в апреле должен оказать приток капитала в связи с гигантским кредитом **Роснефти** (USD22 млрд.), о котором стало известно вчера. Этот фактор может в полном объеме компенсировать негативное влияние на ликвидность «ЮКОСовских» аукционов.

Комфортная обстановка на денежном рынке способствовала вчера покупкам в **ОФЗ** и выпусках **первого эшелона** и росту их котировок на 5-156п.

Вчерашние первичные размещения (**КМПО** и **ТГК-1**) прошли достаточно успешно. По итогам аукциона доходность выпуска **КМПО-1** сложилась на уровне 9.52%, что чуть ниже первоначальных ориентиров организаторов. Размещение **ТГК-1** прошло по нижней границе price-talk (7.9%-8.1%), причем уже к концу дня форвардные котировки выпуска выросли до 100.10. Вероятно, удачное размещение послужило причиной роста котировок **ОГК-5-1** (+166п; YTP 7.83%).

Вчера стали известны купоны по выпуску **ТМК-2** – они были установлены на уровне 7.60%, что соответствует доходности к погашению около 7.75%. Премия к более короткому **ТМК-3** (YTP 7.45%) на уровне 306п выглядит «справедливой». Тем не менее, мы не исключаем, что некоторые участники рынка все же сочтут нужным предъявить выпуск к оферте из-за снижения carry.

Интересной новостью стало решение **Альфа-Банка** «реанимировать» свой рублевый выпуск, установив ставку купонов **АльфаФинанс-2** на ближайший год на уровне 6.88%. Ставка предыдущих двух купонов равнялась 2%, а сделок по бумаге не было с августа 2006 года. Короткий годовой выпуск такого эмитента, на наш взгляд, интересен в первую очередь нерезидентам. Учитывая, что еврооблигации **ALFARU 08** (YTM 7.13%) торгуются сейчас около отметки MS+1906п, мы полагаем, что премия **АльфаФинанс-2** к уровню cross-currency swaps должна быть примерно такой же, что соответствует доходности около 7.35% (цена 99.70% от номинала).

КОКС (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы КОКС объемом 5 млрд. рублей сроком на 5 лет с 3-летней офертой. Эмитентом выступает ОАО «КОКС» – одна из основных операционных компаний группы и центр ее консолидации.

КОКС – достаточно крупный вертикально-интегрированный горно-металлургический холдинг, в структуре которого присутствуют крупные угольные и коксохимические активы, очень интересные предприятия цветной металлургии (пр-во никеля, ванадия) и производитель железной руды. В ближайшее время КОКС станет контролирующим акционером сталелитейной компании в Словении (SIJ). Помимо этого, группа владеет 33% производителя чугуна Тулачермет и имеет операционный контроль над этой компанией. Насколько мы понимаем, в будущем возможна формализация контроля КОКСа над Тулачерметом. Конечными бенефициарами группы является семья Зубицких.

Нам нравится кредитный профиль КОКСа. Среди достоинств компании – высокий уровень вертикальной интеграции и диверсификации, привлекательность активов (часть может быть продана в стресс-сценарии), хорошие показатели рентабельности и высокий уровень финансовой прозрачности (промежуточная отчетность по МСФО).

С момента размещения первого займа КОКС провел достаточно большое количество сделок по приобретению активов. Часть сделок представляла собой выкуп активов у акционеров (никелевые компании Уфалейникель и Режникель, по очень адекватным ценам); остальные активы (КМАРуда, SIJ) приобретались/приобретаются у несвязанных сторон. Безусловно, появление таких активов серьезно укрепило бизнес-профиль КОКСа.

Что же касается финансового профиля, то, несмотря на проведенную серию поглощений, КОКСу удалось сохранить показатели долговой нагрузки на приемлемом уровне. В своих недавних комментариях от 5 марта мы были излишне консервативны, анализируя консолидированную отчетность компании по МСФО за 9 мес. 2006 г. Из-за того, что большинство приобретений КОКС осуществил во 2-й половине 2006 г., в консолидированную отчетность попала лишь небольшая часть денежного потока «новых» компаний, в то время как «новый» долг был отражен в отчетности в полном объеме. Более «справедливым» является анализ отчетности pro forma, которую также подготовила компания. Мы также не включили в расчет долга товарный кредит КОКСа, выплаты которого не влияют на денежные потоки группы (еще одно отличие от комментария 5 марта, см. табл.).

Покупка словенской SIJ и возможная консолидация Тулачермета, вероятнее всего, приведут к снижению показателей операционной рентабельности и росту долговой нагрузки. Тем не менее, КОКСу, похоже, все же удастся удержать показатель Долг/EBITDA в пределах 3.0х. Мы уверены, что в случае необходимости компании не составит труда привлечь дополнительный акционерный капитал (IPO или частное размещение). Кстати, такой шаг вплотную приблизил бы КОКС к Мечелу с точки зрения кредитного качества.

Ключевые финансовые показатели, МСФО

Млн. руб.	2005	9M2006 консолидированн.	9M2006 Pro forma
Выручка	21 029	13 710	17 900
Операционная прибыль	5 164	2 441	3 678
EBITDA	5 543	2 723	4 413
Чистая прибыль	4527	1 174	1 455
Финансовый долг	2 827	11 218	11 218
Собственный капитал	12 959	15 789	16 392
Ключевые показатели			
Рентабельность EBITDA (%)	26.4%	19.7%	24.6%
Рентабельность чистой прибыли (%)	21.5%	8.6%	8.1%
Финансовый долг/EBITDA (x)	0.5	3.1	1.9
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.7	0.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Организаторы позиционируют «справедливую» доходность нового выпуска КОКСа на уровне 8.95-9.20%. Первый выпуск компании с погашением в июле 2009 г. сейчас торгуется с доходностью около 8.70%. На наш взгляд, новый выпуск интересен даже по нижней границе обозначенного диапазона. Для сравнения – облигации Мечела сопоставимой дюрации сейчас торгуются с доходностью около 8.07%. Мы считаем, что облигации КОКСа могут постепенно сузить спред к «кривой» Мечела до 50бп.

Восточный Экспресс Банк (ВЗ): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа Банка Восточный Экспресс (далее – КБ Восточный) объемом 1.5 млрд. руб. с годовой офертой.

Банк представляет собой небольшой финансовый институт, специализирующийся на кредитовании физ. лиц (кредиты на неотложные нужды, потребкредиты, автокредиты) в Дальневосточном и Сибирском федеральных округах.

Из недостатков кредитного профиля Банка мы бы хотели обратить внимание на:

- Небольшие размеры (в финансовом секторе «размер имеет значение»)
- Низкие показатели адекватности капитала (норматив Н1 на уровне 11.6% на конец 2006 г. при минимально допустимых 10%). По нашим оценкам, нормативы резервирования под обесценение потребкредитов, применяемые КБ Восточный, более либеральны, чем те, что вводятся Центробанком с 1 июля 2007 г. Увеличение объема резервов может усилить давление на показатели адекватности капитала Банка.
- Высокие риски потребительского кредитования, в частности, вероятный рост уровней просрочки (как показывает опыт ХКФ, Русского Стандарта и УРСА), а также, возможно, вынужденный отказ от комиссионных сборов под давлением регуляторов в пользу повышения «процентной» составляющей.

К сильным сторонам кредитного профиля Банка мы относим:

- Тесную связь с УРСА Банком (В1/NR/B). У этих банков общие контролирующие акционеры. Кроме того, УРСА Банк является одним из основных источников рефинансирования для КБ Восточный, выкупая у последнего портфели потребкредитов. УРСА, кстати, выступает соорганизатором выпуска облигаций Банка. Логичным выглядело бы слияние двух банков (по схеме Сибкадем+УВТБ), т.к. это дополнило бы географическое покрытие УРСА Банка и позволило бы получить экономию на масштабе. Однако, меморандум к облигационному выпуску не содержит информации о стратегии акционеров в отношении КБ Восточный, из чего мы делаем вывод, что объединение Банка с УРСА вряд ли состоится в ближайшие 12 месяцев. Тем не менее, мы полагаем, что в случае возникновения финансовых затруднений у КБ Восточный, УРСА по возможности окажет ему поддержку. Дело в том, что в финансовом секторе репутация имеет крайне важное значение. Потеря акционерами одного из банковских активов может крайне негативно отразиться на перспективах развития других.
- Достаточно неплохие показатели рентабельности (см. табл.), которые обеспечиваются за счет высоких ставок кредитования (средние эффективные ставки по продуктам варьируются от 35% до 55%) в сочетании с низкими уровнями просрочки (пока 1-7% в зависимости от продуктов) и высокой оборачиваемостью активов, в т.ч. за счет продажи портфелей кредитов.
- Высокая ликвидность баланса из-за достаточно короткой структуры активов

Насколько мы понимаем, организаторы ориентируют рынок на доходность по дебютному выпуску КБ Восточный на уровне 10.0-10.5% к годовой оферте. Уровень в 10.25% предполагает премию в размере 150бп к облигациям УРСА-1 (8.75%), имеющим сопоставимую дюрацию. На наш взгляд, это вполне

адекватная премия за разницу в кредитном качестве банков, которую Moody's оценивает в 2 ступени рейтинговой шкалы (B3 и B1).

Показатели ОАО КБ «Восточный», РСБУ			
млн. руб.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Процентные доходы	47	122	468
Процентные расходы	24	74	378
Чистый процентный доход	23	48	89
Чистый комиссионный доход	4	298	2 112
Операционные расходы	32	206	1055
Чистая прибыль/убыток	4	63	547
Собственный капитал	45	338	862
Депозиты физических лиц	160	608	4 534
Ссудный портфель	259	1 374	6 823
Активы	377	1 967	8 366
Основные коэффициенты			
Рентабельность собственного капитала	8.9%	16.6%	63%
Рентабельность активов	1.06%	3.2%	6.5%
Доля просроченных кредитов	-	-	3%
Достаточность капитала (H1)	14.4%	23.8%	11.6%

Источник: Банк Восточный



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
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

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.