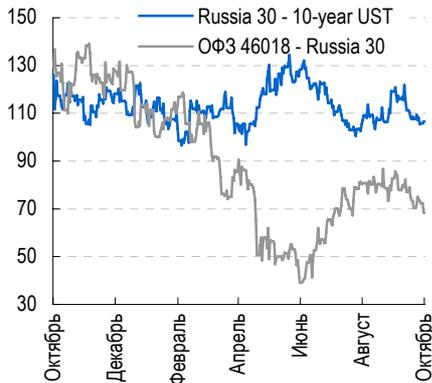
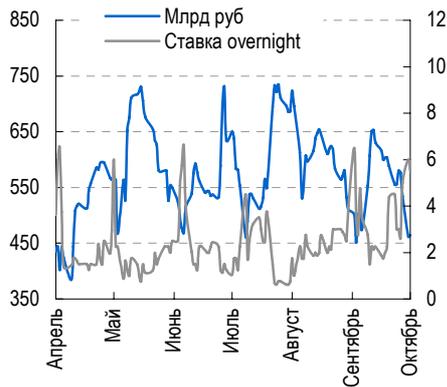


вторник, 24 октября 2006 г.

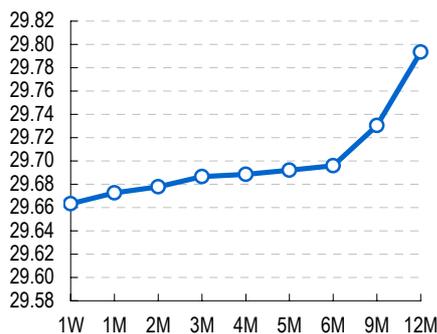
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

| | |
|-------------|------------------------------------|
| 24 октября | Размещение рубл. обл. Яросл. Обл. |
| 24 октября | Размещение рубл. обл. Сибкадем. |
| 25 октября | Размещение рубл. обл. Белгор. Обл. |
| 25 октября | Решение FOMC по ставке FED RATE |
| 25 октября | Размещение рубл. обл. Белгор. Обл. |
| 3 ноября | Результаты Пятерочки за 3 кв. МСФО |
| Октябрь | Рoad-шоу CLN Дон-Строй, Сбербанк |
| Окт.-Ноябрь | IPO Северстали, ТМК |
| Ноябрь | IPO Казкоммерцбанка |

Рынок еврооблигаций

- В преддверии заседания FOMC котировки **US Treasuries** снижаются до минимальных значений за осень. EM сохраняют дистанцию
- Активность в российском корпоративном секторе невысока (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Ситуация с ликвидностью остается напряженной. Котировки снизились, больше всего пострадали ОФЗ и 1-й эшелон. Банки начали продавать валюту в ЦБ (стр.2)

Новости и идеи

- Сибкадембанк (B1/NR/B): кредитный комментарий.**
- Вкратце: ТНК-ВР (Baa2/BB+/BB+)** планирует промежуточные дивиденды в размере USD3.6 млрд. По нашим оценкам, долговая нагрузка возрастет, но останется на умеренно-консервативном уровне (Чистый долг/EBITDA около 1.0-1.2x). Тем не менее, спрэды еврооблигаций могут чуть расшириться
- Вкратце: Сбербанк (A2/NR/BBB)** демонстрирует сильные результаты за 9 мес., планирует допэмиссию акций. На наш взгляд, государство сохранит за собой контроль над Сбербанком, а новости не окажут влияния на котировки его еврооблигаций, которые торгуются с очень узким спрэдом к суверенной кривой.
- Вкратце: Северсталь (B1/BB-/BB-)** приступает к заключительной стадии IPO. Напомним, что основной акционер А.Мордашов планирует продать около 15% акций, увеличив free-float до 25%, а затем выкупить допэмиссию в примерно 10% акций. По нашим оценкам, в результате компания получит дополнительный акционерный капитал в объеме около USD1.0-1.3 млрд. И допэмиссия, и листинг на LSE окажут позитивное влияние на кредитный профиль Северстали. На наш взгляд, в будущем компания предпримет новые попытки консолидации с крупными мет.компаниями. Такие сделки, на наш взгляд, в большей степени будут финансироваться за счет акционерного капитала, поэтому кредитное качество компании по меньшей мере не ухудшится. Мы рекомендуем иметь выпуски Северстали в портфеле российских корпоративных еврооблигаций.
- Вкратце: Казкоммерцбанк (Baa1/BB+/BB+)** разместит GDR на LSE в начале ноября. Допэмиссия акций является частью сделки. За последние несколько дней спрэды длинных выпусков ККБ сузились на 30bp, отразив ожидания позитивного влияния сделки на кредитный профиль банка.
- Вкратце: Гендиректор группы компаний Евросервис (NR)** в интервью «Ведомостям» сказала, что в сахарном сегменте компания будет увеличивать собственное производство свеклы и фокусироваться на внутреннем рынке. В мясном сегменте планируется активное строительство свиноккомплексов и индюшатников. Оборот группы по итогам 2006 г. может составить USD1.2 млрд.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 4.83 | +0.04 | +0.24 | +0.44 |
| EMBI+ Spread, бп | 185 | -1 | -32 | -60 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 105 | -1 | -12 | -13 |
| Russia 30 Yield, % | 5.90 | +0.05 | +0.12 | +0.36 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 6.58 | +0.01 | -0.03 | -0.16 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 330.9 | +21.6 | +8.0 | -159.3 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 133.7 | -18.4 | -53.2 | +19.0 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | 6.4 | - | - | - |
| Overnight RUR, % | 6 | +1.00 | - | - |
| RUR/Бивалютная корзина | 29.66 | -0.02 | 0 | -1.21 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 59.2 | -0.5 | -1.2 | +1.1 |
| Индекс РТС | 1618 | -12 | +113 | +496 |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчерашний день ознаменовался значительным снижением котировок US Treasuries, в результате кривая UST скорректировалась вверх по доходности на 4-5бп. Доходность **UST10** (YTM 4.83%, +4бп) достигла своего максимума с начала осени, пройдя отметку в 4.80%. Движение было достаточно неожиданным для нас – никаких формальных поводов для него не было. Мы предполагаем, что инвесторы просто пересматривают свою прогнозы относительно возможных действий ФРС в 2007 году. Вчера фьючерсы на процентные ставки показывали 16%-ую вероятность того, что на январском заседании **FED RATE** будет повышена! Мы полагаем, что говорить о формировании какого-то ни было тренда пока преждевременно. Многое будет зависеть от тона комментариев **FOMC** после заседания. Напомним, что решение будет опубликовано завтра поздно вечером по московскому времени. Кроме того, напомним, что в пятницу выходят предварительные данные по ВВП США, способные придать очередной импульс рынку.

Котировки российских еврооблигаций вчера двигались вслед за US Treasuries. По итогам дня котировки **Russia 30** снизились на 3/8 до 110.8125 (YTM 5.90%, +5бп), спрэд остается достаточно стабильным - 107бп. Котировки облигации прочих EM также снижались: **Brazil 40** потеряла в цене 3/8 (YTM 8.30%), **Turkey 34** – минус 11/16 (YTM 7.59%). Спрэд EMBI+ сузился на 1бп до 185бп.

Динамика на рынке еврооблигаций РФ передалась и корпоративному сектору. Котировки большинства выпусков чуть снизились, правда, при этом желающих продать было немного. Больше всего снижение **Russia 30** затронуло котировки квазисуверенные выпуски – **Gazprom 34** (-7/16), **Gazprom 15** (-5/16), **Sberbank 13** (-3/8), **TNK 16** (-1/4), **Gazprombank 15** (-1/4), **RussAgrBank 13** (-3/16).

Сегодня, на наш взгляд, российский сегмент продолжит движение вслед за UST, при этом до FOMC активность участников рынка будет низкой.

Рынок рублевых облигаций

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

По итогам понедельника котировки практически всех ликвидных рублевых выпусков снизились. Давление на цены оказали, во-первых, напряженная ситуация с ликвидностью, а во-вторых – снижение котировок еврооблигаций. На фоне дефицита денежных средств вчера ставки МБК выросли до 7-8%. Это вновь сделало привлекательным для банков с крупными портфелями ОФЗ прямое РЕПО с Банком России – по итогам дневного аукциона банки привлекли 15.7 млрд. рублей, средневзвешенная ставка составила 6.08%.

Кроме того, вчера ЦБ наконец-то принял участие в валютных торгах - по нашим оценкам, Банк России купил USD200-300 млн. Мы полагаем, что сегодня продажи валюты Банку России могут продолжиться, так как ситуация с ликвидностью по-прежнему остается напряженной. По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ увеличилась всего на 3.2 млрд. рублей до 464.6 млрд.

Котировки ОФЗ вчера снизились на 15-25бп. Выпуск **ОФЗ 46018** подешевел на 8бп (YTM 6.57%), **ОФЗ 46017** потерял в цене 15бп (YTM 6.53%), **ОФЗ 25059** – 7бп (YTM 6.23%). В корпоративном секторе вектор движения был также направлен «вниз», активность торгов была средней. По итогам дня котировки облигаций 1-го и 2-го эшелонов снизились на 10-15бп. Нельзя сказать, что продажи носили массовый характер. Своеобразной тихой гаванью стали облигации некоторых телекомов – **Северо-Западный Телеком-3** прибавил в цене 17бп (YTM 7.45%), **ВолгаТелеком-2** – плюс 30бп (YTM 7.64%).

Мы полагаем, что сегодня на рынке рублевых облигаций сохранится умеренно-негативное настроение. Ставки МБК по-прежнему высоки, да и с рынка еврооблигаций сегодня вряд ли стоит ожидать позитивных сигналов.

Сивакадембанк (B1 Позитивный/NR/V): комментарий перед размещением

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

Сегодня Сивакадембанк (САБ) размещает свою очередную эмиссию облигаций объемом 3 млрд. руб. сроком 5 лет без оферт. Озвученный ориентир по купону – 10.0-10.25%.

Банк представляет из себя крайне динамично развивающийся финансовый институт, имеющий сильные позиции в Сибири и Дальнем Востоке. Стратегия САБа заключается в специализации на розничном кредитовании и кредитовании малого и среднего бизнеса. САБ практически утроил свои активы в 2005 г., и планирует повторить то же самое в 2006 г. (цель на конец года – 90 млрд. рублей активов).

На наш взгляд, столь агрессивная стратегия роста подразумевает высокие риски ухудшения качества кредитного портфеля, тем более, что банк фокусируется на таких сложных с точки зрения риск-менеджмента сегментах, как розница и малый бизнес.

САБ пока не опубликовал промежуточную отчетность по МСФО за 6 мес. 2006 г. Однако, из российской отчетности банка следует, что отраженные в отчете о прибылях и убытках резервы на возможные потери по ссудам в 1-м полугодии 2006 г. возрасли в 10 раз по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (250 млн. руб. против 25 млн. руб). При этом следует понимать, что из-за крайне высоких темпов роста кредитного портфеля показатели уровня просрочки обычно занижены.

Ключевые финансовые показатели Сивакадембанка

| млн. RUR | 2004 МСФО | 2005 МСФО | 6м. 2006 РСБУ |
|---------------------|-----------|-----------|---------------|
| Чистая прибыль | 199 | 501 | 862 |
| Собственный капитал | 1,164 | 2,856 | 3,646 |
| Активы | 10,357 | 28,718 | 46,804 |

Источник: Сивакадембанк, оценки МДМ-Банка

Риски, связанные с качеством кредитного портфеля, отчасти компенсируются достаточно высоким уровнем процентных ставок по кредитам, которые в итоге обеспечивают банку неплохую рентабельность. Кроме того, присутствующий в капитале банка ЕБРР, насколько мы понимаем, со своей стороны принимает участие в разработке методик риск-менеджмента и контроле за финансовыми показателями. Суммарная доля иностранных акционеров в капитале САБа (включая ЕБРР) в настоящее время составляет 46%.

Помимо органического роста САБ планирует объединение с другим крупным региональным банком – УВТБ. На наш взгляд, данная сделка, реализация которой планируется в 2007 г., окажет позитивное влияние на кредитный профиль САБа за счет увеличения объемов и диверсификации кредитного портфеля. Мы полагаем, что после объединения САБ вправе рассчитывать на рост кредитных рейтингов.

В связи с агрессивными планами роста, САБ, насколько мы понимаем, до конца 2006 г. будет продолжать активно размещать все новые долговые обязательства на всех возможных и доступных сегментах рынка (рублевые облигации, еврооблигации, синдицированные кредиты, проч.). Поэтому, на наш взгляд, несмотря на весьма вероятный рост кредитного качества банка, присутствие иностранных акционеров и достаточно привлекательную предполагаемую ставку купона (10.25%), у инвесторов еще неоднократно будет возможность приобрести риск Сивакадембанка с высокой доходностью. Размещенный недавно выпуск субординированных еврооблигаций **SIBAC 2011** в настоящее время торгуется с доходностью 10.65%. На его фоне доходность рублевого выпуска сопоставимой дюрации, на наш взгляд, должна составлять не менее 10.50% (купон 10.25%).



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.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.