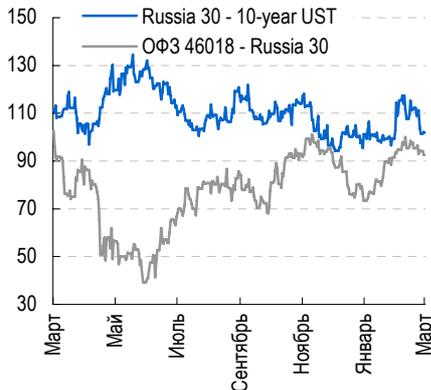
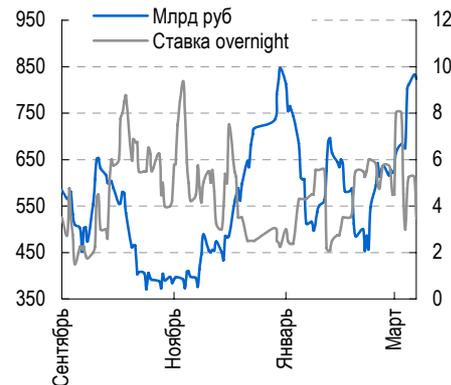


вторник, 27 марта 2007 г.

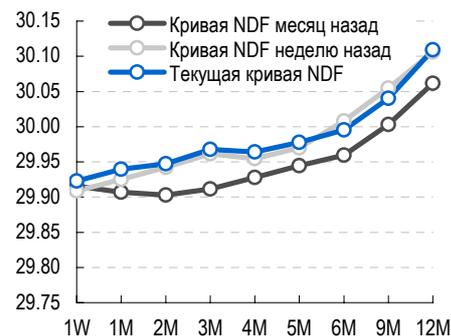
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

27 мар	Размещение руб.обл. МОИТК-2
27 мар	Индекс Consumer Confidence в США
28 мар	Размещение руб.обл. Магнит-2
28 мар	Выплата налога на прибыль
28 мар	Размещение руб.обл. Элемент Лизинг-1
28 мар	Размещение руб.обл. Кировский Завод-1
28 мар	Durable Goods Orders в США
29 мар	ВВП за 4кв2006 в США

### Рынок еврооблигаций

- Доходности UST чуть ниже на слабой статистике по рынку жилья. Новости первичного рынка: **Абсолют**, **ЦентрИнвест**, **Газпромбанк**, **Кредит Европа** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Выпуск **НПО Сатурн-1** все еще интересен. **АИЖК 7 и 8** привлекательны по сравнению с 9-го выпуском. Мы очень оптимистичны в отношении **МОИТК** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- ЗА3 (NR): предварительные результаты за 2006 г.** заметно лучше наших прогнозов. В основе успеха ЗАЗа – популярность на российском рынке модели Chevrolet Lanos (стр. 3).
- Кировский завод (NR): комментарий к завтрашнему размещению** (стр. 4).
- Вкратце: В интервью газете Коммерсантъ совладелец сети Седьмой Континент (NR) А. Занадворов** сказал, что 1) компания планирует развивать форматы дискаунтеров и гипермаркетов; 2) долю торговых площадей в собственности планируется удерживать на уровне не ниже двух третей от общего объема; 3) в 2008 г. А. Занадворов и пассивный акционер В. Груздев планируют продать 25% принадлежащих им акций компании за рубежом; 4) контрольный пакет акций МКапیتال (держателя большого портфеля недвижимости, ранее известного как Столичные гастрономы) планируется передать в собственность Седьмого Континента, при этом МКапیتال откажется от девелоперских амбиций и сосредоточится на обслуживании потребностей торговой сети. На наш взгляд, для участников рынка облигаций наиболее важными являются новости о компании МКапیتال. Кредитный профиль этой компании всегда был тесно связан с кредитным профилем Седьмого Континента. После присоединения МКапیتال к Седьмому Континенту, различия в кредитном риске по обязательствам двух компаний практически исчезнут. В настоящее время малоликвидные облигации **МКапیتال** торгуются с доходностью 8.80% к оферте в августе 2008 г., т.е. около 100бп к «гипотетической» кривой доходности Седьмого Континента.
- Вкратце: Ведомости со ссылкой на свои источники сообщают, что Банк Зенит (B1/NR/B)** ведет подготовку к IPO. Из заметки следует, что само размещение акций произойдет не ранее осени 2007 г. Непонятно, будет ли это допэмиссия, или на продажу выставят долю кого-то из нынешних акционеров. На наш взгляд, пока нет повода всерьез говорить о возможных позитивных изменениях кредитного профиля Зенита. В настоящее время рублевые облигации банка (2-й выпуск торгуется CCS+285бп) выглядят несколько переоцененными по сравнению с его еврооблигациями (Zenit 09 MS+385бп).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.60	-0.01	-0.07	-0.10
EMBI+ Spread, бп	171	+1	-1	+2
EMBI+ Russia Spread, бп	102	+2	-1	+6
Russia 30 Yield, %	5.62	-0.01	-0.04	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.55	-0.02	-0.03	+0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	702.8	-18.3	+318.7	+36.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	120.8	+8.9	+19.9	+6.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	38	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.88	-1.70	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.01	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	64.4	+1.2	+3.0	+3.7
Индекс РТС	1925	+11	+19	+15

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Февральская статистика по продажам нового жилья в США стала самой слабой за последние 3 года. Первоначальная реакция рынка была достаточно эмоциональной – доходности UST снизились на 6бп. Однако, к концу дня котировки вновь вернулись на исходные позиции (**UST10** 4.60%; -1 бп).

В сегменте облигаций **Emerging Markets** котировки вчера существенно не изменились. Спрэд **EMBI+** расширился на 1 бп до 171бп. Выпуск **Russia 30** (YTM 5.62%) следовал за UST. Котировки на момент закрытия составили 113 5/8 - 113 3/4 (+1/16), спрэд к UST сейчас составляет около 102бп. На корпоративном рынке мы видели интерес к облигациям **KZOSRU 11** (+1/4, YTM 8.58%), **NKNCRU 15** (YTM 8.31%). Спросом пользовались также выпуски телекомов **VIP 16** (+1/4; YTM 7.14%) и **AFKSRU 11** (+1/4; YTM 6.94%).

Вчера были завершены размещения выпусков **Абсолют Банка** (B1/B, USD175 млн., купон 9.125%, 3 года) **Банка ЦентрИнвест** (B1, USD175 млн, купон 9.0%, 2 года) и **Газпромбанка** (A3/BBB-, USD700 млн., плавающая ставка LIBOR+90бп, 3 года). Насколько мы понимаем, в выпуске Абсолют Банка высокого переспроса не было, а вот к интерес к выпуску ЦентрИнвеста был достаточно высок.

**Банк Кредит Европа** (Ba1) – бывший Финансбанк – также объявил ориентиры купона для своего нового 3-летнего выпуска на уровне 7.50%. На наш взгляд, это достаточно агрессивный прайсинг за риск небольшого российского банка, активно вовлеченного в бизнес по потребкредитованию. Щедрый рейтинг банка от Moody's основан исключительно на поддержке акционеров.

Насколько мы понимаем, скоро должно завершиться размещение 3-летних облигаций **ХКФ Банка** (Ba3/B, price talk 9.375-9.625%). О размещении 2-летних FRN объявила британская «дочка» ВТБ – банк **VTB Europe** (Baa2/BBB).

## Рынок рублевых облигаций

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

Благоприятная ситуация на денежном рынке и подросшая цена на нефть оказывают хорошую поддержку рынку рублевых облигаций. Вчера котировки ОФЗ и выпусков первого эшелона прибавили 5-15бп. В данном сегменте, на наш взгляд, достаточно привлекательно сейчас выглядят **7-й и 8-й выпуски АИЖК**, которые предлагают более высокую доходность (7.68-7.69%) по сравнению с самым длинным **АИЖК-9** (YTM 7.66%).

Во втором эшелоне мы вчера отметили интерес к вернувшимся на вторичные торги облигациям **НПО Сатурн-1** (+10бп; YTM 8.83%). Мы неоднократно обращали внимание на то, что этот выпуск смотрится крайне привлекательно на фоне сопоставимого по дюрации **НПО Сатурн-2** (YTP 8.22%). На фоне успешного размещения CLN продолжают расти котировки выпуска **ЦентрИнвест-1** (YTP 9.52%).

Сегодня состоится размещение выпуска **МОИТК-2** (4 млрд. рублей, 2-летняя оферта). Напомним, что компания представляет собой крупную и хорошо капитализированную 100%-ную «дочку» Мособласти, выполняющую важную функцию по реализации инфраструктурных проектов региона. Компания имеет кредитный рейтинг от Standard & Poor's на уровне В/Позитивный. Насколько мы понимаем, синдикат по выпуску подписан на уровне 9.50% (купон, YTP 9.73%), что соответствует спрэду к кривой доходности облигаций Мособласти на уровне 305бп. Спрэд **МОИТК-1** (YTM 9.43%) к этой кривой также составляет около 300бп. Учитывая высокий аппетит инвесторов (в т.ч. нерезидентов) к выпускам эмитентов, пользующихся поддержкой федерального или регионального правительства, мы ожидаем очень высокий интерес к выпуску. По нашим прогнозам, доходность нового выпуска сложится ниже уровней, обозначенных организаторами, что приведет к росту котировок 1-го выпуска. На наш взгляд, облигации МОИТК должны торговаться со спрэдом к кривой Мособласти не более 250бп.

Общая рыночная конъюнктура, по нашим оценкам, останется умеренно-позитивной. Вчера в ходе валютных торгов ЦБ, по нашим оценкам, приобрел еще чуть более USD1 млрд. Эти средства сегодня пополнят корсчета банков.

## ЗАЗ (NR): итоги 2006 г. лучше ожиданий; новые рекорды продаж Lanos

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

Мы получили от ЗАЗа неаудированную отчетность по МСФО за 2006 г. Финальный вариант аудированной отчетности появится только в мае, однако компания не ожидает значительных расхождений с теми цифрами, которыми она располагает уже сейчас.

Предварительные результаты ЗАЗа выглядят значительно лучше наших прогнозов, представленных в кредитном исследовании, подготовленном к размещению выпуска CLN компании от 30 ноября 2006 г. (доступно здесь: <http://www.invest.mdmbank.ru/themes/invest/bonds.htm?folder=1535&foundID=275630>).

В частности, рост выручки в 2006 г. составил не 8.9% (как мы ожидали), а 16.3%. В основе такого роста – успех на российском рынке выпускаемой ЗАЗом модели Chevrolet Lanos. По результатам 2006 г. модель заняла седьмое место по продажам в России среди новых автомобилей иностранного производства<sup>1</sup>, а в январе-феврале 2007 г. – вошла в первую тройку<sup>2</sup>. Кстати, за первые два месяца 2007 г. производство на ЗАЗе выросло на 51% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.<sup>3</sup>

Лучше ожиданий выглядят и практически все основные показатели рентабельности ЗАЗа. Это произошло в основном благодаря сокращению коммерческих издержек, связанному с переходом на работу с внешними дистрибьюторами и переносом на них большинства расходов по рекламе и реализации. Сокращению расходов способствовала также стабильность валютного курса гривна/доллар США (практически не образовалось отрицательных курсовых разниц).

Более эффективная работа с дистрибьюторами позволила ЗАЗу высвободить часть средств из оборотного капитала, что в сочетании с ростом операционной прибыли привело к заметному улучшению показателей долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА = 2.5x против прогнозируемых нами 3.7x).

### ЗАО «ЗАЗ» – консолидированные финансовые показатели

Млн. USD, МСФО	Наш прогноз 2006*	Предварительный факт 2006**	Разница
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>			
Выручка	1 289.2	1 376.6	6,8%
Операционная прибыль	50.5	57.5	13,9%
ЕБИТДА	68.2	80.7	18,4%
Чистая прибыль	14.4	23.4	61,8%
<b>Баланс</b>			
Собственные средства	346.1	361.3	4,4%
Чистый финансовый долг	249.6	205.3	-17,8%
Внеоборотные активы	232.0	250.9	8,2%
Оборотный капитал	385.8	321.7	-16,6%
<b>Отчет о движении денежных средств</b>			
Операционный денежный поток	-50.1	12.1	n/a
Инвестиции	19.9	44.1	121,3%
<b>Козэффициенты</b>			
Прирост выручки (Y-o-Y)	8,9%	16,3%	
Прирост ЕБИТДА (Y-o-Y)	6,2%	25,8%	
ЕБИТДА margin	5,3%	5,9%	
Чистый фин. долг / ЕБИТДА	3,7	2,5	
ЕБИТДА / проценты	3,1	3,6	

<sup>1</sup> РБК, Авторьнок, 19 февраля, 2007 г.

<sup>2</sup> ПРАЙМ-ТАСС, 19 марта 2007 г.

<sup>3</sup> Ukrainian News & Commentary from Concorde Capital, 20 марта 2007 г.

Чистый долг/ Собственные средства	0,7	0,6
Оборотный капитал (дни)	112	85
ЕБИТДА / CAPEX	3,4	1,8

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Мы ожидаем, что в 2007 г. ЗАЗ удержит высокие темпы роста выручки, при этом адекватные инвестиционные планы позволят компании сохранять уровень долговой нагрузки на текущих уровнях. Выпуск **CLN ZAZAB 9.75%** торгуется сейчас около номинала, с доходностью около 9.7% к оферте в июне 2008 г.

## Кировский Завод (NR): комментарий перед размещением

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы Кировский Завод объемом 1.5 млрд. рублей с офертой через полтора года. Эмитентом выступает ОАО «Кировский Завод» – холдинговая компания одноименной промышленной группы. Основными активами группы на сегодняшний день являются ЗАО «Металлургический завод «Петросталь» (сталепрокат), ЗАО «ПТЗ» (сельхоз. техника), ЗАО «Киров-Энергомаш» (газовые и паровые турбины). На эти три предприятия, которые являются поручителями по облигационному займу, приходится около 70% консолидированной выручки группы.

Насколько мы понимаем, группу контролирует семья погибшего в 2005 г. при странных обстоятельствах Петра Семеновко, который почти 20 лет возглавлял предприятие. Сейчас пост гендиректора ОАО «Кировский Завод» занимает его сын – 24-летний Георгий Семеновко. Обыкновенные акции ОАО «Кировский завод» включены в котировальный список РТС.

Недостаточно прозрачная структура собственности и молодость главы компании – пожалуй, самое важное, что не нравится нам в кредитном профиле Кировского завода. Вместе с тем, этот фактор не кажется нам определяющим.

Рыночные позиции и перспективы развития ключевых направлений бизнеса группы (металлургического и машиностроительного), по нашим оценкам, достаточно скромны. Безусловно, пока у Кировского завода есть своя ниша в этих сегментах, но мы сомневаемся в том, что группа сможет сохранить конкурентоспособность в долгосрочном периоде. На наш взгляд, ключевым преимуществом активов, которыми владеет Кировский завод, является их расположение – производственная территория представляет собой около 200 га на юго-западе Санкт-Петербурга, в том числе около 2 км причальных стенок на берегу Финского залива. Мы полагаем, что стоимость этих земельных участков колоссальна, и Кировский завод в будущем перейдет к более эффективному использованию территории. Речь может идти о девелоперском или контейнерном бизнесе. Как следует из информационного меморандума, Кировский завод уже занимается развитием мощностей по перевалке контейнеров (очень высокомаржинальный бизнес ввиду огромного дефицита мощностей).

### Ключевые финансовые показатели группы Кировский завод, РСБУ

Млн. руб.	2004	2005	2006П
Выручка	7 168	9 134	9 736
Операционная прибыль	631	762	760
ЕБИТДА	762	897	880
Чистая прибыль	461	724	512
Финансовый долг	128	168	911
Собственный капитал	3 325	3 780	4 187
Активы	4 860	5 585	6 371
<b>Ключевые показатели</b>			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	10.6%	9.8%	9%
Рентабельность чистой прибыли (%)	6.4%	7.9%	5.2%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	0.17	0.19	1.03

Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.04	0.04	0.22
---	------	------	------

*Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка*

Насколько мы понимаем, организаторы ориентируют рынок на доходность по дебютному выпуску Кировского завода на уровне 10% к полуторагодовой оферте. На наш взгляд, такая доходность представляется адекватной компенсацией за кредитные риски группы и невысокую ликвидность облигаций.



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

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.

© 2007, 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.