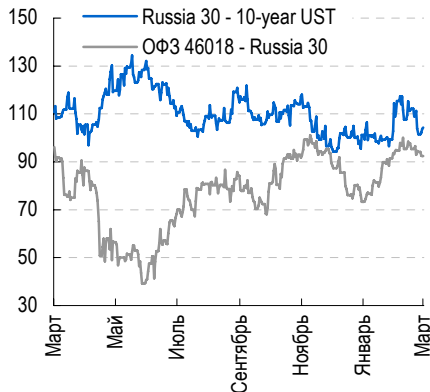
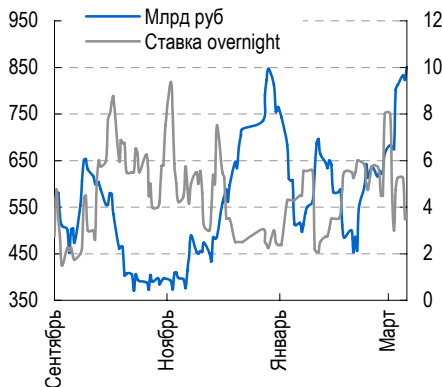


среда, 28 марта 2007 г.

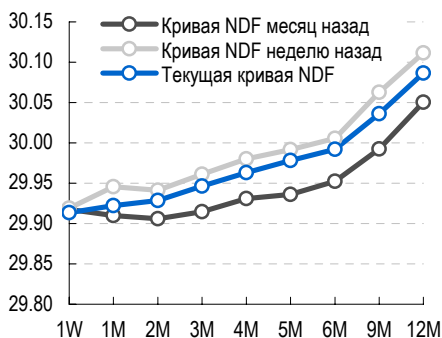
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
29 мар	Размещение руб.обл. ГС Сухого-1
29 мар	Core CPE за 4кв2006 в США
30 мар	Размещение руб.обл. Магнит-2

Рынок еврооблигаций

- Доходности UST на месте. EM и российский сегмент чуть расширили спрэды. Комментарии по выпускам **ХКФБ**, **Абсолюта**, **ЦентрИнвеста**, **ККБ** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Успех **МОИТК-2**. Выпуски этого эмитента, на наш взгляд, сохраняют перспективы сужения спрэдов. «Странные» продажи в **НПО Сатурн-1**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ГСС (NR): комментарий к завтрашнему размещению (стр. 3).**
- Вкратце: НОМОС Банк (Ва3/NR/B+)** планирует провести IPO уже летом 2007 г. (Источник: Bloomberg). На 30 сентября 2006 г. показатель Tier 2 ratio у НОМОСа составлял 16.03% при необходимом минимуме в 10%, т.е. у банка пока остается «запас прочности» в показателях достаточности капитала, и он, теоретически, может повременить с IPO. В любом случае, мы полагаем, что инвесторы должны реагировать на подобные сообщения сдержанно – от объявлений о планах (тем более, без прямых ссылок на эмитента) до конкретных действий может пройти достаточно продолжительное время. Трехлетние облигации **NOMOS 2010** предлагают доходность на уровне 8.10% (MS+320бп).
- Вкратце: Трансмашхолдинг (NR) выкупает 89% акций** Демидовского машиностроительного завода за 4.2 млрд. руб. Насколько мы понимаем, **TMX** в настоящее время формализует контроль над входящими в группу предприятиями. Часть сделок предполагается осуществить через обмен акциями (см. наш комментарий от 3 марта), часть – через оплату денежными средствами. Очевидно, что покупка активов за деньги приведет к росту показателей долговой нагрузки **TMX**, которые уже выглядят достаточно агрессивно. Отсутствие отчетности по МСФО снижает возможности для анализа кредитного профиля группы. Размещенный недавно выпуск облигаций **TMX**, на наш взгляд, не имеет потенциала сужения спрэдов (8.78%; 270бп к ОФЗ).
- Вкратце: Розничное подразделение фармацевтической компании Протек (NR)** – сеть аптек Ригла – планирует в 2007 г. увеличить оборот в 2 раза до USD500 млн., а количество аптек – с 500 до 700. На наш взгляд, рост доли розничного подразделения в структуре бизнеса Протека будет способствовать снижению бизнес-рисков, но одновременно может сопровождаться ростом долговой нагрузки. Облигации Протека продолжают торговаться ниже номинала (99.50; 9.32%) после новостей о скандалах с программой ДЛО. У нас остаются сомнения относительно того, что Протек полностью защищен от рисков, связанных с неплатежами государства в рамках этой программы.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.60	0	-0.03	-0.10
EMBI+ Spread, бп	170	-1	-23	+1
EMBI+ Russia Spread, бп	101	-1	-18	+5
Russia 30 Yield, %	5.64	+0.02	-0.02	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.56	+0.01	-0.03	+0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	727.4	+24.6	+319.8	+61.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	123.8	+3.0	+31.3	+9.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	28.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.42	-1.46	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	64.6	+0.2	+2.7	+3.9
Индекс РТС	1911	-14	+53	+1

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вышедшие вчера данные по экономике США оказались достаточно слабыми, но это никак не отразилось на котировках UST, спровоцировав лишь краткосрочный всплеск волатильности. По итогам дня, доходность **UST10** осталась на уровне 4.60%. Сегодня нас ожидает выступление главы ФРС **Б.Бернанке**, а также статистика по ипотечному рынку США. В пятницу будут опубликованы важные данные по инфляции (PCE Core).

В сегменте **Emerging Markets** движений тоже очень немного. Спрэд **EMBI+** к концу вчерашнего дня составил 170 бп (-1 бп ко вторнику). Котировки выпуска **Russia 30** (YTM 5.64%) снизились на -1/8 до 113 5/8, спрэд к UST расширился до 104бп.

Вчера завершилось размещение 3-летнего выпуска **ХКФ Банка** (Ва3/В). Косвенные признаки указывают на то, что размещение было не самым успешным. Несмотря на продолжительный маркетинг (road-шоу должно было закончиться еще 21 марта), объем выпуска составил USD200 млн. (нижняя граница ориентира), а купон был установлен на уровне 9.50%, MS+460бп (price talk 9.375 – 9.625%). Для сравнения, рублевые выпуски банка торгуются со спрэдом к CCS порядка 430 бп. Причинами несколько «слабого» размещения, на наш взгляд, могла быть как настороженность инвесторов по отношению к кредитному профилю ХКФ Банка (в связи с большим количеством «шума» вокруг сегмента потребкредитования), так и общая «усталость» от обильного предложения банковского риска из России/СНГ.

Размещенные 2-летние CLN **Банка ЦентрИнвест** (Ticker COMMBA; YTM 8.89%) вчера торговались на уровне 100 1/4 – 100 1/2, а вот котировки **ABSOLT 10** (YTM 9.09%) остались на уровне geoffer.

Вчера стало известно также о новом выпуске **Казкоммерцбанка** (Ваа1/BB+/BB+) в рамках программы секьюритизации DPR. Интересно, что транши этого выпуска будут прогарантированы финансовыми институтами с рейтингами AAA (monoline insurers). С помощью такой структуры ККБ сможет в очередной раз обратиться к новой базе инвесторов.

Рынок рублевых облигаций

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

Самым интересным событием на рублевом долговом рынке вчера стало размещение выпуска **МОИТК-2**. Размещение вызвало очень большой интерес (что, на наш взгляд, совершенно оправдано), о чем свидетельствует 2-кратная переподписка. По итогам конкурса ставка купона была установлена заметно ниже ориентиров организаторов – на уровне 8.99% (УТР 9.19%). «Форвардные» сделки по выпуску проходили на уровне 100.20 (9.08%). Таким образом, спрэд нового выпуска к кривой облигаций Московской области составил около 245бп. Выпуск **МОИТК-1** сейчас заблокирован на период выплаты купона, но в ходе торгов с расчетами «завтра» его котировки поднялись на 20бп до 100.00 (YTM 9.20%; спрэд к Мособласти около 255бп). Мы не удивимся, если оба выпуска продолжат сужать спрэды к кривой Мособласти – с точки зрения риск/доходность они все еще выглядят привлекательно.

На вторичном рынке в выпусках ОФЗ и первого эшелона мы наблюдали неагрессивную фиксацию прибыли, которая была «абсорбирована» рынком без снижения котировок.

Во 2-м эшелоне мы отметили спрос на выпуски **Мечел-2** (УТР 8.00%), **УМПО-2** (УТР 8.54%), **Миракс-2** (УТМ 9.88%), **САНОС-2** (УТМ 7.82%), цены которых выросли примерно на 5-10бп. Нас несколько удивили продажи в облигациях **НПО Сатурн-1** (-15бп; УТМ 9.03%). Напоминаем, что у этого выпуска определен не только 5-й (как следует, например, из информации на www.rusbonds.ru), но и 6-й купон. На фоне сопоставимого по дюрации **НПО Сатурн-2** (УТР 8.22%) 1-й выпуск смотрится более чем привлекательно.

Общая рыночная конъюнктура остается достаточно благоприятной. Подросшие цены на нефть и низкие ставки денежного рынка оказывают рублевым облигациям хорошую поддержку.

Гражданские Самолеты Сухого (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС) объемом 5 млрд. руб. с офертой через 2.5 года. Поручителем по выпуску выступает ОАО «АХК «Сухой» – материнская компания холдинга, в который входит ГСС.

Холдинг Сухой является одной из ведущих компаний авиационной промышленности России, которая объединяет конструкторское бюро (ОКБ Сухого) и два авиационных производственных предприятия (КНААПО и НАПО) в технологический комплекс по производству истребителей Су-27 и Су-30. Компания ГСС была учреждена группой в 2000 г. с целью создания новых образцов авиационной техники гражданского назначения. Основной проект компании – создание регионального пассажирского самолета Sukhoi Superjet 100 (ранее известный как Russian Regional Jet – RRJ). Холдинг АХК Сухой в настоящее время полностью контролируется государством, и в ближайшее время будет включен в состав Объединенной авиастроительной корпорации.

На наш взгляд, с точки зрения «самостоятельных» (stand-alone) кредитных характеристик холдинг Сухой (в т.ч. ГСС) представляет собой достаточно слабого заемщика. Помимо высоких операционных рисков, связанных с возможными задержками в разработке Sukhoi Superjet 100, речь идет о слабой прогнозируемости выручки, низкой операционной рентабельности, высокой долговой нагрузке (см. табл.) и очень значительных инвестиционных потребностях (десятки миллиардов рублей).

Поэтому анализ кредитного профиля Сухого (в т.ч. ГСС) сводится к оценке фактора господдержки, т.е. к оценке вероятности получения группой финансовой помощи со стороны правительства или контролируемых им структур. На наш взгляд, эта вероятность достаточно высока. Во-первых, стратегическая важность холдинга подчеркивается его включением в Объединенную авиационную корпорацию. Во-вторых, государство активно поддерживает российское авиастроение в рамках Федеральной целевой программы, которая предусматривает бюджетные расходы в объеме 188 млрд. руб. на развитие гражданской авиационной техники в течение 2006-2015 гг. (в т.ч. 26.9 млрд. рублей на создание Superjet 100). В-третьих, Сухой получает достаточно большой объем финансирования от крупнейших госбанков. Наконец, контролируемые государством авиаперевозчики уже выразили готовность покупать новый самолет.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	АХК Сухой		ГСС	
	2005 консолидированная	9М2006	2005	9М2006
Выручка	15 899	3 330	108	22
Операционная прибыль	828	329	(64)	(106)
Чистая прибыль	7	424	(101)	269
Финансовый долг	7 593	7 874	3 042	6 088
Собственный капитал	32 118	23 062	670	939
Ключевые показатели				
Операционная рентабельность (%)	5.2%	9.9%	<0	<0
Рентабельность чистой прибыли (%)	0.0%	12.9%	<0	1 223%
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.3	4.5	6.5
Финансовый долг/Операционная прибыль (x)	9.2	23.9	<0	<0

Источник: данные компании

На наш взгляд, по уровню кредитного качества Сухой/ГСС очень близок к РСК МиГ – еще одному авиастроительному предприятию ОАК, пользующемуся господдержкой, но одновременно имеющему очень слабые «самостоятельные» кредитные характеристики. Насколько мы понимаем, 2-й выпуск облигаций МиГа (не очень ликвидный) торгуется сейчас около 101.0, т.е. с доходностью 7.9-8.0% к оферте в марте 2008 г. (+225-230п к ОФЗ). До ближайшей оферты по предлагаемым облигациям ГСС – два с половиной года. Поэтому «справедливую» доходность по выпуску ГСС мы оцениваем на уровне 8.30-8.40%, что, кстати, сопоставимо с доходностью облигаций авиадвигателестроительных компаний НПО Сатурн и УМПО (более сильный «самостоятельный» профиль, но меньшая степень господдержки). Насколько мы понимаем, организаторы позиционируют выпуск ГСС с доходностью 7.9-8.2%.



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.