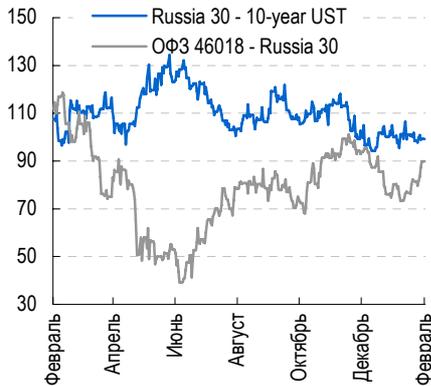
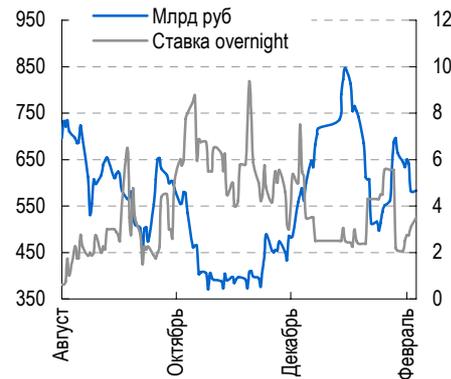


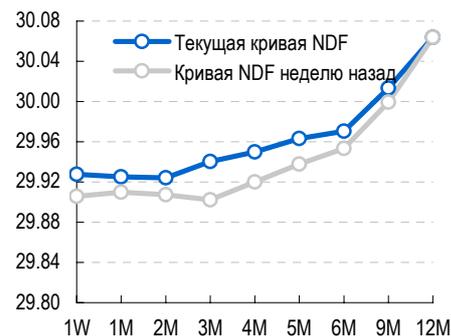
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 фев	Размещение руб.обл. Митлэнд Фуд-1
20 фев	Размещение руб.обл. Москоммерц-2
20 фев	Размещение руб.обл. Русь-Банк-2
20 фев	Размещение руб.обл. Виктория-2
21 фев	Размещение руб.обл. Газпром-9
21 фев	Размещение руб.обл. Копейка-3
21 фев	Публикация индекса CPI
21 фев	Размещение руб.обл. СУ-155-3

Рынок еврооблигаций

- На вторичном рынке затишье. **Транснефть** (A2/BBB+) устанавливает абсолютный рекорд, размещаясь с минимальным спрэдом к суверенной кривой (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Активность на вторичном рынке была очень низкой, даже для понедельника. Мы объясняем это подготовкой к налоговым выплатам и серии первичных размещений (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Виктория (NR): комментарий к размещению.** (стр.3).
- Москоммерцбанк (NR): комментарий к размещению.** (стр.4).
- Русь-Банк (NR): комментарий к размещению.** (стр. 5).
- Вкратце: Основной владелец сети Арбат Престиж (NR) В.Некрасов** довел свою долю в компании до 100%, выкупив 40%-ный пакет у миноритария за USD400 млн. Сообщается, что сделка финансировалась за счет собственных средств Некрасова, средств компании, а также привлеченных займов. Кроме того, сообщается, что в 2007 г. Арбат Престиж намерен увеличить число магазинов с 64 до более чем 400 (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). На наш взгляд, это негативная новость для держателей облигаций Арбат энд Ко (10.36%). Похоже, что основной акционер компании намерен вести очень агрессивную финансовую политику, увеличивая как собственную долговую нагрузку, так и долговую нагрузку компании (Долг/EBITDA уже выше 7x по итогам 2005 г.).
- Вкратце: Руководство группы Синергия (NR)** планирует завтра провести встречу с инвесторами. Такие встречи чаще всего оставляют у инвесторов позитивное впечатление (раскрытие фин. результатов, ответы на вопросы, рассказ о стратегии группы). Мы ожидаем, что мероприятие окажет дополнительную поддержку выпуску облигаций **Синергия-1**, котировки которого восстановились до 99.0 (12.50%) после проседания до 90.0.
- Вкратце: Первый зампред ЦБ А. Улюкаев вновь заявил о грядущем замедлении темпов укрепления рубля.** Мы полагаем, что «словесные интервенции» не могут быть основанием для прогнозов относительно номинального укрепления рубля. Тем не менее, вероятность такого укрепления снижается, что, среди прочего, ослабляет привлекательность рублевых облигаций. Главными факторами, определяющими взгляд на рубль, мы считаем цену на нефть и темпы притока капитала.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.69	0	-0.09	-0.01
EMBI+ Spread, бп	170	0	+1	+1
EMBI+ Russia Spread, бп	100	0	0	+4
Russia 30 Yield, %	5.69	+0.01	-0.09	+0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	0	0	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	427.7	-11.7	-30.7	-238.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	160	+16.3	-124.6	+45.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	56.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.38	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.93	-0.01	+0.25	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	58.1	-0.9	+4.7	-2.6
Индекс РТС	1905	+8	+92	-5

Рынок еврооблигаций

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

В связи с выходным днем в США деловая активность на внешних рынках была минимальна. Доходность **10-летних UST** сейчас находится на уровне 4.69%. Сегодня, вероятнее всего, нас ждет еще один спокойный день, так как никаких важных данных по экономике США сегодня не ожидается. Завтра будут опубликованы индекс потребительских цен и стенограмма январского заседания **FOMC**.

Вчера стал известен price-talk по выпуску 7-летних еврооблигаций **Транснефти** (A2/BBB+). Организаторы ожидают, что доходность выпуска сложится на уровне MS+60бп (YTM 5.75%). Прайсинг выглядит достаточно агрессивно, если сравнить его с сопоставимыми по дюрации российскими корпоративными и банковскими «бенчмарками»: **GAZPRU 13** (YTM 5.93%; MS+80бп), **VTB 11** (YTM 5.85%; MS+75бп), **SBER 13** (YTM 5.87%; MS+75бп). Фактически Транснефть планирует разместиться на кривой суверенных еврооблигаций России (спрэд около 5-7бп к **Russia 30** (YTM 5.68%) фактически является премией за меньшую ликвидность). В принципе, это неудивительно, учитывая безупречность кредитного профиля Транснефти, сильные рейтинги и «редкость» имени. Последнее обеспечит выпуску высокий спрос. Однако, на наш взгляд, в книге заявок вряд ли присутствует много имен из России. Учитывая низкую доходность, он не подходит российским инвесторам, имеющим высокую стоимость фондирования. При этом со спекулятивной точки зрения интереснее выглядит более ликвидный выпуск **Russia 30**. Насколько мы понимаем, размещение Транснефти завершится уже сегодня.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера торговая активность была непривычно низкой, даже для понедельника. В секторе госбумаг суммарный оборот составил всего 251 млн. рублей, в корпоративном – около 6 млрд. рублей. Это вполне объяснимо – банки готовятся к налоговым выплатам (НДС) и крупной серии первичных размещений.

В госбумагах вчера спросом пользовался выпуск **ОФЗ 25058** (+13бп; YTM 5.55%). Котировки остальных выпусков ОФЗ изменились в пределах 10бп на фоне крайне низких объемов торгов.

В корпоративном секторе цены облигаций первого эшелона преимущественно снижались. Желающих продать было чуть больше, чем покупателей. Примерно 5бп потеряли котировки **РЖД-5** (YTM 6.64%), **Газпрома-8** (YTM 7.09%), **МосОбласть-5** (YTM 6.63%), **ФСК-5** (YTM 7.14%), **ФСК-3** (YTM 6.88%).

В облигациях 2-3 эшелона отметим спрос в выпусках **ХКФБанк-4** (YTP 9.82%), **Центр-Инвест-1** (YTP 9.76%), **УРСИ-4** (YTM 7.00%), **Промтрактор-2** (YTP 10.13%), **Магnezит-1** (YTP 8.09%), **Ленэнерго-1** (YTM 7.28%).

Наши комментарии по сегодняшним первичным размещениям представлены ниже.

Виктория (NR): комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение второго облигационного выпуска продуктовой розничной сети Виктория объемом 1.5 млрд. руб. сроком на 3 года. Эмитентом выступает SPV ООО Виктория-Финанс, созданное специально с целью привлечения финансирования. Поручителями по выпуску являются три из пяти региональных торговых операторов группы.

В огромном сегменте эмитентов, представляющих российский ритейл, Викторию можно уверенно отнести к субсегменту «продуктовая розница 2-го эшелона».

Из позитивных характеристик кредитного профиля Виктории мы бы хотели отметить достаточно неплохие темпы роста компании, умеренную для сектора долговую нагрузку, приличный уровень рентабельности (см. табл.), а также сам факт принадлежности именно к продуктовой рознице (низкая ценовая эластичность спроса, большой аппетит к поглощениям, высокие мультипликаторы оценки стоимости компаний).

Среди негативных характеристик – низкий уровень прозрачности (отсутствует отчетность по МСФО; кроме того, это одна из немногих сетей, не раскрывающая конечных бенефициаров), достаточно слабая структура займа (на поручителей приходится лишь около половины выручки и очень малая часть операционной прибыли), а также вероятный рост долговой нагрузки. Последнее, правда, характерно для абсолютного большинства компаний сектора.

Ключевые финансовые показатели сети Виктория, неаудированная управленческая отчетность по группе				
Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006	2006П
Выручка	10 320	15 854	15 170	21 850
ЕБИТДА	564	983	802	1 303
Чистая прибыль	334	638	360	660
Чистый долг	404	1 032	2 281	3 600
Собственный капитал	678	1 312	1 127	1 423
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	5.5%	6.2%	5.3%	6.0%
Рентабельность чистой прибыли (%)	3.2%	4.0%	2.4%	3.0%
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.7	1.0	2.1	2.8
Чистый долг/Собственный капитал (x)	0.6	0.8	2.0	2.5

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

Первый выпуск Виктории с погашением в январе 2009 г. торгуется сейчас с доходностью 10.80%. На наш взгляд, «справедливая доходность» нового выпуска – около 11.0%-11.2%. Мы полагаем, что на карте «дюрация/доходность» облигаций российской розницы выпуски Виктории занимают адекватное положение.

Москоммерцбанк (NR): комментарий перед размещением

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

Москоммерцбанк сегодня представит инвесторам четырехлетний заем объемом 3 млрд. руб. По выпуску предусмотрена оферта через полтора года по номиналу.

Банк был создан в 2001 г. и в настоящее время специализируется на ипотечном кредитовании, занимая в этом сегменте достаточно сильные рыночные позиции (2-е место после ВТБ по величине ипотечного кредитного портфеля по итогам 2006 г.).

Последние несколько лет Москоммерцбанк косвенно контролировался крупнейшим банком Казахстана – Казкоммерцбанком (ККБ; Ваа1/ВВ+/ВВ+). В конце декабря 2006 г. Совет директоров ККБ принял решение

юридически закрепить контроль за 100% капитала Москоммерцбанка. ККБ намерен приобрести 52.1% долей в УК банка и принять оставшиеся 47.9% долей в доверительное управление.

Нам нравится кредитный профиль Москоммерцбанка. Среди сильных сторон мы отмечаем вероятную поддержку от ККБ, приемлемую рентабельность и капитализацию (в 4-м квартале капитал был увеличен на 1.3 млрд. руб. и на конец года составил 3.6 млрд.), а также высокое качество кредитного портфеля (ипотечный риск – самый низкий). Последнее выгодно отличает Москоммерцбанк от таких «дочек» восточно-европейских финансовых групп (сопоставимых по кредитному качеству с ККБ), как Финансбанк (Ba1) и Хоум Кредит(Ba3/B).

Планируемые действия Москоммерцбанка по секьюритизации ипотечного портфеля позволят ему снизить стоимость финансирования. Однако, секьюритизация несет и риски, связанные с ухудшением перспектив «recovery» по необеспеченным инструментам.

Учитывая, что недавний выпуск Финансбанка был размещен с доходностью 8.10% к полуторогодовой оферте, выпуск Москоммерцбанка с доходностью 9.1-9.3%, на которую ориентируют инвесторов организаторы, кажется нам достаточно привлекательным.

Ключевые финансовые показатели сети ООО «Москоммерцбанк»			
Млрд. руб., МСФО	2004	2005	9 мес. 2006
Активы	8.4	10.8	20.7
Кредитный портфель	4.5	6.4	15.8
Собственный Капитал	1.3	1.1	1.5
Чистая прибыль	0.22	0.24	0.23
Ключевые показатели			
Достаточность капитала (H1)	13%	10.6%	11%
ROA	2.6%	2.2%	1.5%
ROE	17%	21.8%	20.4%

Источник: данные Москоммерцбанка, оценки МДМ-Банка

Русь-Банк (NR): комментарий перед размещением

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

Русь-Банк сегодня предложит инвесторам трехлетний займ с полуторогодовой офертой объемом 2 млрд. руб.

Русь-Банк представляет собой средний по величине российский банк. Несмотря на то, что с середины 2005 г. Русь-Банк активно развивает розничные услуги, основу его кредитного портфеля на середину 2006 г. все еще составляли корпоративные кредиты. Банк тесно связан со страховой компанией Росгосстрах, которая обеспечивает ему около 70% фондирования и является партнером по совместному маркетингу. Насколько мы понимаем, Русь-Банк и Росгосстрах имеют общих акционеров.

Как самостоятельный финансовый институт, Русь-Банк достаточно слаб. При небольших размерах банк демонстрирует крайне низкую рентабельность. Оценить кредитный профиль Росгосстраха нам достаточно сложно – компания раскрыла о себе очень небольшой объем финансовой информации и при этом не имеет кредитных рейтингов. Определенный комфорт внушают лидирующие позиции Росгосстраха на российском страховом рынке. В то же время настороженность вызывают отрицательные финансовые результаты компании (вероятно, это результат стратегии по завоеванию рыночной доли).

На наш взгляд, встроенная в структуру выпуска возможность бесплатно застраховать риск дефолта Русь-Банка в Росгосстрахе – достаточно неудобная форма кредитного усиления, которая вряд ли привлечет большое количество инвесторов («поручительство» Росгосстраха не возникает автоматически, а требует заключения держателем облигаций договора страхования).

На наш взгляд, справедливая доходность по облигациям Русь-Банка составляет около 10.5-11.0% годовых, что соответствует доходности рублевых выпусков российских банков 2-3 эшелона.

Ключевые финансовые показатели сети ЗАО «Русь-Банк»			
Млрд. руб., МСФО	2004	2005	9 мес. 2006
Активы	495	651	982
Кредитный портфель	364	523	683
Собственный капитал и субординированный долг	182	196	213
Чистая прибыль	7	14	3
Ключевые показатели			
Достаточность капитала (Н1)	29.2%	19.5%	13.8%
ROA	1.4%	2.1%	0.6%
ROE	3.8%	7.1%	2.8%

Источник: данные Москоммерцбанка, оценки МДМ-Банка



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.