

4 февраля 2011 г.

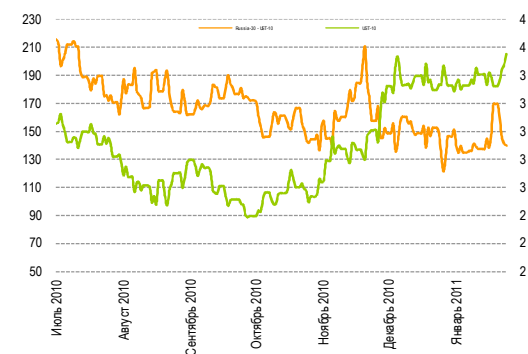
## Аналитическое управление

Тел. +7 495 795-2521 доб. 2410

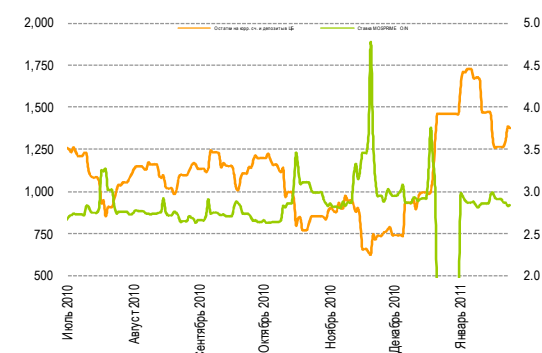
## Ключевые показатели

Показатель	Значение	Измене- ние	Измене- ние, %
USD Libor 3m	0.3105		0.0000%
Нефть Brent	101.29	- 0.78	-0.76%
Золото	1,354.4	19.03	1.43%
EUR/USD	1.3634	- 0.0177	-1.28%
RUB/Корзина	34.23	- 0.2460	-0.71%
MosPRIME O/N	2.84		0.01%
Остатки на корп. сч.	425.90	2.90	0.69%
Счета и депозиты в ЦБ	1,009.30	57.80	6.07%
RUSSIA CDS 5Y \$	147.00	3.29	2.29%
Rus-30 - UST-10	140.00	- 1.20	-0.85%

## Динамика спреда RUS-30 – UST-10



## Динамика ликвидности банковской системы



## Новости и торговые идеи

■ **АИЖК размещает облигации выпуска А17.** Структура выпуска нетипична для АИЖК: предусмотрены колл-опционы на погашение 30% в 2014 и 70% в 2015. Купон 8.9-9.15% на дюрации 3.3 года от эмитента с гарантией РФ по основному долгу выглядит крайне привлекательно (стр. 3).

■ **Камаз (NR) закрывает книгу заявок на размещение трехлетних биржевых облигаций.** Бумаги могут быть интересны лишь на максимальной отметке, но, учитывая повышенный спрос, скорее всего разместятся ближе к нижней границе коридора (стр. 3-4).

## Рынки

■ **Внешний фон остается положительным.** Основным событием дня станет публикация важнейшего отчета о занятости в США, который предопределил закрытие торгов, в том числе и на долговом рынке.

## Рекомендации

	Рекомендация	Ориентир	Целевая цена	Текущая цена
Alliance-15	Покупать	УТМ 8%	106.77	106.64
Сибмет 1, 2	Покупать	УТМ 9.25%	114.6	113.36
Евраз 1, 3	Покупать	УТМ 8.4%	102.10	101.90
Мечел БО-2	Покупать	УТМ 8.4%	102.92	103.23
Мечел БО-3	Покупать	УТМ 8.4%	103.06	103.19
Мечел 13, 14	Покупать	УТМ 9.4%	102.98	101.57
АЛРОСА-21, 22	Покупать	УТМ 7.6%	102.10	101.40
АЛРОСА-20, 23	Покупать	УТМ 8.2%	103.85	102.24
Новатэк БО-1	Продавать	УТМ 7.4%	100.50	100.80
Lukoil-22	Покупать	УТМ 6.45%	101.45	101.90

## Рынки

- **На внутреннем рынке торговая сессия четверга прошла на фоне роста цен наиболее ликвидных бумаг.** Положительная внешняя конъюнктура, высокая ликвидность и память об успешном аукционе по ОФЗ продолжили заряжать рынки позитивом. При умеренной активности цены бумаг прибавили в пределах 10-15 б.п. Внешний долговой рынок демонстрировал умеренно-негативные тенденции – суверенный займ Россия-30 следовал за динамикой UST, снизившись по итогам дня до 114.6. В корпоративном сегменте наблюдалось расширение бид-аск спредов.
- **Ставки ЕЦБ не изменились, но евро падает.** Европейский регулятор на очередном заседании не изменил ставку (1%) и объемы программы выкупа активов. Если в январе глава Европейского центрбанка Жан-Клод Трише выразил обеспокоенность нарастающим инфляционным напряжением, то теперь его высказывания звучали не так тревожно. По его словам, уровень инфляции хоть и выше запланированного на текущий момент, но к концу года рост цен должен войти в комфортный диапазон ниже 2%. Прогноз инфляции ЕЦБ на конец нынешнего года – 1.8%, а на конец следующего – 1.5%. Нынешний скачок инфляции Трише объяснил краткосрочным эффектом от роста цен на топливо и энергоносители. Сохраняющаяся неопределенность относительно будущего повышения ставок обвалила курс евро с 1.38 до 1.362. Теперь инвесторы, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, ожидают повышения ставок не ранее 4 кв. 2011 г. Не будем столь оптимистичны: обтекаемые формулировки г-на Трише – возможно, лишь подготовка к скорому росту ставок.

## Новости и торговые идеи

- **АИЖК размещает облигации выпуска А17.** Облигации АИЖК серии А17 имеют объем 8 млрд руб, срок погашения – апрель 2022 г. Книга закрывается 7 февраля. Выпуски имеют амортизационную структуру, предполагающую постепенное погашение номинала в течение трех лет до срока погашения. Кроме того, у АИЖК есть колл-опцион на погашение 30% в 2014 и 70% в 2015. Ориентир по купону составляет 8.9-9.15%, что соответствует доходности в 9.2-9.47%. Напомним, что АИЖК уже пытался разместить 17-ю серию в прошлом году в диапазоне 8.75-9.25%, но размещение было перенесено. Дюрация по выпуску до срока погашения составляет около 6.37 лет, дюрация при досрочном погашении – 3.3 года по решению эмитента. У АИЖК нет обращающихся выпусков на схожей дюрации до погашения. Ближайшие выпуски – это АИЖК-16 с дюрацией 5.6 лет и АИЖК-14 с дюрацией 7.24 лет. Оба с доходностью около



9.0% и торгуются не слишком активно, поэтому новый выпуск размещается с небольшой премией в 10-20 б.п. относительно кривой АИЖК.

Структура выпуска нетипична для АИЖК. У агентства в обращении находятся 14 рублевых выпусков и только в четырех из них в том или ином виде предусмотрены колл-опционы. В выпусках АИЖК-8 и АИЖК-9 это оферта на 60% номинала, оставшихся после амортизации 40% двумя годами ранее. В АИЖК-10 – оферта на выкуп 50% номинала, оставшихся после амортизации 50% также двумя годами ранее. Наконец, у АИЖК-11 два колл-опциона на выкуп всего объема, обращающегося в каждый из двух моментов. Во всех четырех выпусках колл-опцион может произойти уже после того как запущен механизм амортизации, а даты опционов совпадают с датами следующих амортизационных выплат. В АИЖК-17, наоборот, колл-опцион может быть исполнен за 5 лет до начала амортизации выпуска. При этом он состоит из двух частей: сначала выкупается 30%, а через год оставшиеся 70%. Кроме того, если не учитывать облигации с «плавающим» купоном, привязанным к ставке рефинансирования, то у АИЖК-17 скорее всего будет самый высокий купон – купон по остальным выпускам зафиксирован на все время их жизни и для разных выпусков находится в диапазоне 7.35-8.7%. Последний выпуск АИЖК-20 в конце 2010 г. был размещен с купоном 8.6% при погашении в 2027 г. Опционы АИЖК-17, АИЖК-8 и АИЖК-9 приходятся на 2014-2015 годы, и если АИЖК решит досрочно погасить часть облигаций, то это, скорее всего, будет именно 17-я серия. В таком случае купон 8.9-9.15% на дюреации 3.3 года от эмитента с гарантией РФ по основному долгу выглядит крайне привлекательно.

■ **Камаз (NR) закрывает книгу заявок на размещение трехлетних биржевых облигаций.** Камаз выпускает трехлетние биржевые облигации второй серии объемом 3 млрд руб. Ранее Камаз досрочно закрыл книгу заявок на биржевые облигации 3-й серии, повысив при этом объем размещения с 2 до 3 млрд руб. на волне высокого спроса. Тем не менее, состоится ли техническое размещение выпуска, вопрос пока открытый. Маркетингуемый диапазон купона по БО-2 составляет 9-9.5%, что соответствует доходности к погашению УТМ 9.2-9.75%. Мы считаем, что бумаги могут быть интересны лишь на максимальной отметке, но, учитывая повышенный спрос, облигации, скорее всего, разместятся ближе к нижней границе коридора. В таком случае намного интереснее выглядят бумаги Сибметинвеста (В/В1/В+) (Dur. 2.98; УТМ 9.4%). Компания оперирует на рынке с куда более благоприятной конъюнктурой, есть все основания ожидать снижения коэффициентов сравнительной долговой нагрузки и возможного роста рейтингов в ближайшей перспективе.

Кредитный профиль Камаза не вызывает доверия. Компания имеет высокий уровень долга – по состоянию на конец 1П2010 г.

общий долг составил 20.7 млрд руб., а чистый долг – 13.5 млрд руб. При этом основная его доля приходится на краткосрочную часть – 57%. Стоит правда отметить, что за счет нарушения ряда ковенант около 4.9 млрд учитываются не в долгосрочной, а в краткосрочной задолженности. Коэффициенты долговой нагрузки также высоки – чистый долг/ЕВITDA по итогам 2009 г. – 19х. К концу первого полугодия 2010 г. коэффициент снизился до 4.5х на фоне хотя и слабого, но восстановления продаж. В целом продажи далеки до посткризисного уровня: не самые комфортные условия по расчетам с дилерами и более гибкие условия ценообразования у конкурентов не позволяют Камазу быстро вернуться на рынок. По итогам 2009 г. компания продемонстрировала операционный убыток в 1.8 млрд руб., но к концу 1П2010 г. ситуация немного улучшилась – операционная прибыль составила 547 млн руб. Пустив после кризиса в свой капитал государство (49.9% – Ростехнологии), Камаз приобрел доступ к финансовым ресурсам госбанков. Основная надежда на восстановление продаж возлагается на стимулирующие меры со стороны государства. Однако мы считаем это недостаточным для того, чтобы считать компанию эмитентом со стабильным финансовым профилем.

#### История рекомендаций

Выпуск	Рекомендация	Дата рекомендации	УТМ	Цель УТМ	Снятие рекомендации	Причина снятия
Акрон-03	Покупать	12/08/2010	7.8%	7%	26/10/2010	Достижение цели



	Период	Ожидания	Предыдущее значение	Время
<b>31 января</b>				
<b>США</b>				
Core PCE Price Index m/m	декабрь	0.10%	0.10%	13:30 GMT
Personal Spending m/m	декабрь	0.60%	0.40%	13:30 GMT
Personal Income m/m	декабрь	0.50%	0.30%	13:30 GMT
Chicago PMI	январь	65.5	66.8	14:45 GMT
<b>Еврозона</b>				
German Retail Sales m/m	декабрь	1.90%	-1.90%	07:00 GMT
CPI Flash Estimate v/v	январь	2.40%	2.20%	10:00 GMT
<b>Япония</b>				
Manufacturing PMI	январь		48.3	23:15 GMT
Prelim Industrial Production m/m	декабрь	2.90%	1.00%	23:50 GMT
Housing Starts y/y	декабрь	4.80%	6.80%	05:00 GMT
<b>Россия</b>				
Возврат Фонду ЖКХ с депозитов банков, 5 млрд руб.				
Аукцион репо ЦБР на три месяца				
Совет директоров ЦБ РФ по процентной политике				
<b>1 февраля</b>				
<b>США</b>				
Total Vehicle Sales	январь	12.8M	12.6M	
Loan Officer Survey				
ISM Manufacturing PMI	январь	57.6	58.5	15:00 GMT
Construction Spending m/m	декабрь	0.10%	0.40%	15:00 GMT
ISM Manufacturing Prices	январь	73.9	72.5	15:00 GMT
<b>Еврозона</b>				
German Unemployment Change	декабрь	-11K	3K	08:55 GMT
Final Manufacturing PMI	январь	56.9	56.9	09:00 GMT
Unemployment Rate	декабрь	10.10%	10.10%	10:00 GMT
ECB President Trichet Speaks				15:00 GMT
<b>Великобритания</b>				
Hallifax HPI m/m	январь	-0.10%	-1.30%	
Nationwide HPI m/m	январь	-0.30%	0.40%	07:00 GMT
Manufacturing PMI	январь	58.1	58.3	09:30 GMT
Net Lending to Individuals m/m	декабрь	0.6B	0.7B	09:30 GMT
<b>Япония</b>				
Average Cash Earnings y/y	декабрь	0.90%	0.20%	01:30 GMT
<b>Китай</b>				
Bank Holiday				
Manufacturing PMI	январь	54.1	53.9	01:00 GMT
HSBC Manufacturing PMI	январь		54.4	02:30 GMT
<b>Россия</b>				
Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю и 3 месяца				
Остатки средств Резервного фонда	на 1 февраля			
Роснефть, US GAAP 2010				
<b>2 февраля</b>				
<b>США</b>				
MBA Mortgage Applications	на 28 января		-5%	12:00 GMT
Challenger Job Cuts y/y	январь		-29.00%	12:30 GMT
ADP Non-Farm Employment Change	январь	150K	297K	13:15 GMT
Crude Oil Inventories	на 28 января		4.8M	15:30 GMT
FOMC Member Duke Speaks				22:30 GMT
<b>Еврозона</b>				
PPI m/m	декабрь	0.80%	0.30%	10:00 GMT
<b>Великобритания</b>				
Construction PMI	январь	49.7	49.1	09:30 GMT
<b>Япония</b>				
Monetary Base y/y	январь	7.60%	7.00%	23:50 GMT
<b>Китай</b>				
Bank Holiday				
<b>Россия</b>				
Купонные выплаты по ОФЗ на 5.8 млрд руб.				
Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов				
Аукцион ОФЗ 26204, 30 млрд руб.				
Инфляция	25-31 января			
<b>3 февраля</b>				
<b>США</b>				
Unemployment Claims	на 29 января	420K	454K	13:30 GMT
Prelim Nonfarm Productivity q/q	IV квартал	2.10%	2.30%	13:30 GMT
Prelim Unit Labor Costs q/q	IV квартал	0.50%	-0.10%	13:30 GMT
ISM Non-Manufacturing PMI	январь	57.2	57.1	15:00 GMT
Factory Orders m/m	декабрь	1.30%	0.70%	15:00 GMT
Natural Gas Storage	на 28 января		-174B	15:30 GMT
Fed Chairman Bernanke Speaks				18:00 GMT
<b>Еврозона</b>				
Final Services PMI	январь	55.2	55.2	09:00 GMT
Retail Sales m/m	декабрь	0.60%	-0.60%	10:00 GMT
Minimum Bid Rate		1.00%	1.00%	12:45 GMT
ECB Press Conference				13:30 GMT
<b>Великобритания</b>				
Services PMI	январь	51.1	49.7	09:30 GMT
<b>Китай</b>				
Bank Holiday				
<b>Россия</b>				
Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц				
Резервы РФ на конец рабочей недели				
<b>4 февраля</b>				
<b>США</b>				
FOMC Member Kocherlakota Speaks				01:00 GMT
Non-Farm Employment Change	январь	133K	103K	13:30 GMT
Unemployment Rate	январь	9.50%	9.40%	13:30 GMT
Average Hourly Earnings m/m	январь	0.20%	0.10%	13:30 GMT
<b>Китай</b>				
Bank Holiday				
<b>Россия</b>				
Денежная база				
Газпромнефть-08, -09, -10, закрытие книги заявок: 30 млрд руб.				
Промсвязьбанк-БО-03, закрытие книги заявок: 5 млрд руб.				
Альфа-банк-01, закрытие книги заявок: 5 млрд руб.				

**БЛОК «КАЗНАЧЕЙСТВО»****Вадим Кораблин**

Управляющий директор, Руководитель блока  
Vadim.Korablin@mdmbank.com

**ДЕПАРТАМЕНТ ЦЕННЫХ БУМАГ****Илья Виниченко**

Начальник департамента  
Ilya.Vinichenko@mdmbank.com  
доб. 52430

**ПРОДАЖИ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****Наталья Ермолицкая**

+7 495 960 22 56

**Анна Казначеева**

+7 495 787 94 52

**Людмила Рудых**

+7 495 363 55 83

**ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ОПЕРАЦИИ РЕПО****Андрей Ларин**

Andrey.Larin@mdmbank.com

**Георгий Великодный**

Georgiy.Velikodniy@mdmbank.com

**Александр Зубков**

Alexander.Zubkov@mdmbank.com

**Денис Анохин**

Denis.Anokhin@mdmbank.com

**БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****Анна Ильина**

Anna.Ilina@mdmbank.com

**Игорь Бердин**

Igor.Berdin@mdmbank.com

**ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ****Альберт Хусаинов**

Albert.Khusainov@mdmbank.com  
доб. 52536

**Максим Ромодин**

Maxim.Romodina@mdmbank.com  
доб. 52408

**Артур Семенов**

Artur.Semenov@mdmbank.com  
доб. 52599

**Анастасия Ворожейкина**

Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com  
доб. 52533

**АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ** доб. 52410**Михаил Зак**

Начальник аналитического  
управления  
Mikhail.Zak@mdmbank.com

**Николай Гудков**

Рынок акций  
Gudkov@mdmbank.com

**Дмитрий Конторщик**

Рынок акций  
Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com

**Андрей Кулаков, CFA**

Долговой рынок  
Kulakov@mdmbank.com

**Владимир Назин**

Долговой рынок  
Nazin@mdmbank.com

**РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА****Владимир Попов**

PopovV@mdmbank.com

**Эндрю Маллиндер**

Andrew.Mullinder@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.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.