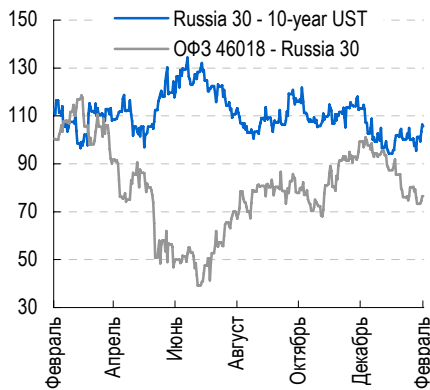
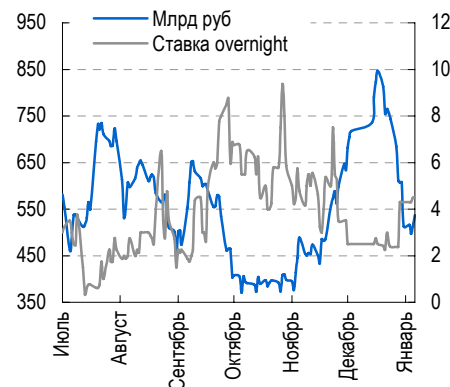


четверг, 1 февраля 2007 г.

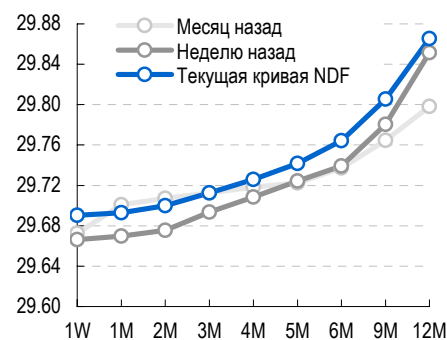
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 февраля	Данные по PCE Core, ISM в США
2 февраля	Размещение руб. обл. Ленэнерго-2
2 февраля	Данные по Nonfarm Payrolls в США
5 февраля	Предварит. рез-ты Лебедянский 06
8 февраля	Размещение руб. обл. АИЖК-9
8 февраля	Размещение руб. обл. Арсенал
февраль	Размещение руб. обл. Белон-2
февраль	Размещение еврообл. ККВ, Caspian Bank, Bank of Georgia, IIB, Альфа-банк, Банк Союз, ВБД, ХКФ Банк

Рынок еврооблигаций

■ **FED RATE** осталась неизменной. Изменение риторики чиновников ФРС привело к снижению доходности UST. Новости первичного рынка – **ККБ, ХКФ, УРСА** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

■ Новость об инициативах **Москомзайма** привела к спросу на короткие выпуски Москвы. На наш взгляд, в ближайшие дни конъюнктура рынка может улучшиться. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

■ **Евросеть (NR)** планирует перейти от количественного роста к качественному. На прошедшей вчера встрече с аналитиками президент компании рассказал, что Евросеть не планирует увеличивать число магазинов в России, а сфокусируется на повышении их рентабельности. Наши подробные заметки со встречи см. на стр. 3.

■ **Акционеры Интеррос В. Потанин и М. Прохоров** решили реструктурировать принадлежащие им активы. На рынке облигаций сейчас представлены следующие компании группы: **Норникель (Ваа2/BBB-/BBB-), Росбанк (Ва3/В+/В+), Открытые инвестиции (NR), Проф-Медиа (NR)**. Мы не считаем, что новость приведет к сколько-нибудь существенному изменению котировок облигаций этих эмитентов (стр. 4)

■ **Вкратце: ОМК (NR)** показала сильные финансовые результаты в 2006 г., планирует крупные инвестиции в 2007 г. Как сообщил вчера президент ОМК В. Маркин, выручка компании по итогам 2006 г. составила USD3 млрд. (+57% к 2005 г.), показатель EBITDA – USD720 млн. (+71%), чистая прибыль – USD440 млн. (+71%). Маркин также сообщил, что в 2007 г. компания инвестирует около USD800 млн., из которых около 30-40% будет профинансировано за счет привлечения долга (Источник: Рейтер). По нашим оценкам, несмотря на вероятный рост объема долга, за счет роста выручки и рентабельности показатели долговой нагрузки ОМК останутся умеренными (Долг/ЕБИТДА < 2.0x). Вчера котировки выпуска ОМК-1 выросли на 0.4 п.п., а доходность снизилась на 30бп. Спрэд выпуска к ОФЗ приблизился к уровню спрэдов облигаций ТМК. На наш взгляд, кредитный профиль ОМК слабее, чем у ТМК (нет МСФО, рейтингов, листинга), поэтому считаем вчерашнюю реакцию в ОМК-1 несколько чрезмерной и не видим дальнейшего потенциала сужения спрэдов выпуска.

■ **Fitch** присвоило Банку Ренессанс Капитал рейтинг «В-/Стабильный». Рейтинговое агентство решило не учитывать в рейтинге банка фактор вероятной поддержки со стороны акционеров.

■ **Магнит (NR)** зарегистрировал выпуск облигаций на 5 млрд. руб. На наш взгляд, это технически негативная новость для держателей 1-го выпуска.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.81	-0.06	+0.13	+0.11
EMBI+ Spread, бп	172	+3	+3	+3
EMBI+ Russia Spread, бп	103	+4	+7	+7
Russia 30 Yield, %	5.88	-0.03	+0.24	+0.23
ОФЗ 46018 Yield, %	6.64	-0.01	+0.12	+0.12
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	425.6	+4.2	-240.5	-240.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	111.3	+19.0	+59.6	-3.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-8.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.88	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	+0.01	0	0
Нефть (брент), USD/барр.	57.4	+1.0	-3.5	-3.3
Индекс РТС	1843	+18	-79	-67

Рынок еврооблигаций

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

Вчерашний день, вероятно, заставил понервничать участников рынка. Еще до публикации решения **FOMC** вышли сильные данные по ВВП США за 4-й квартал, после чего доходность **UST10** поднялась до отметки 4.90%. Однако, после публикации решения FOMC она снизилась до 4.80%. Мало кто сомневался в том, что ставку FED RATE оставят неизменной. Важной оказалась риторика пресс-релиза, сопровождавшего решение. Главное, на что обратили внимание чиновники ФРС США, – это снижение инфляционных рисков. Кроме того, они отметили, что поступающие в последнее время данные говорят о более уверенном экономическом росте и стабилизации рынка жилья.

Не все облигации сегмента **Emerging Markets** вчера успели отреагировать на ралли в UST, поэтому спрэд **EMBI+** расширился до 172бп (+3бп). «Лучше рынка» вели себя облигации Венесуэлы, поддерживаемые растущими ценами на нефть (Brent USD57.4). По итогам дня котировки **Venezuela 34** (YTM 6.89%) выросли более чем на 1п.п.

Выпуск **Russia 30** (YTM 5.88%) вчера закрылся на уровне 111 ½. Из-за разницы во времени с США российский сегмент не застал рост котировок UST, поэтому технически спрэд расширился до 103-104бп. Но уже сегодня утром котировки **Russia 30** подросли до отметки 111 ¾, а спрэд вернулся к привычным 100-101бп. В корпоративном секторе мы видели спрос в выпусках **Megafon 09** (YTM 6.60%) и **Severstal 09** (YTM 6.67%), цена последнего выросла примерно на 1/4. В остальном, котировки остаются на прежних уровнях, немного выросли (+1/8) цены длинных выпусков вслед за суверенными еврооблигациями.

На первичном рынке стали известны некоторые подробности нового выпуска еврооблигаций **Казкоммерцбанка** (Ваа1/BB+/BB+). Банк рассчитывает разместить 10-летние бумаги в евро с ориентиром по доходности Mid Swaps+280бп (YTM 7.13%). Мы считаем такой уровень близким к справедливому. Для сравнения – спрэд **ККВ 16** (YTM 7.80%) к Mid Swaps составляет около 250бп. Сегодня утром Казкоммерцбанк объявил о планах по размещению еврооблигаций в британских фунтах. Похоже, что банки Казахстана пока игнорируют сигналы регулятора о необходимости снизить активность на внешних долговых рынках (см. наш комментарий от 26 января 2007 г.).

Еще два российских банка объявили о намерении разместить еврооблигации – **ХКФ Банк** (Ва3/В) и **Банк УРСА** (В1/NR/В, результат слияния Сибкадембанка и УВТБ).

Сегодня в США выходят важные данные по инфляции (PCE Core) и промышленности (ISM Index).

Рынок рублевых облигаций

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

Вчерашний день прошел достаточно спокойно. Обороты в сегменте госбумаг были минимальны. В первом эшелоне пользовались спросом выпуски **Газпром-8** (+8бп, YTM 7.14%), **Мосэнерго-1** (+10бп, YTM 7.51%) и **Мосэнерго-2** (+10бп, YTM 7.58%). Одновременно инвесторы фиксировали прибыль в **АИЖК-7** (-20бп, YTM 7.94%).

Во втором эшелоне мы видели продажи в **Копейка-2** (YTM 9.48%). Возможно, они вызваны слухами о грядущем новом выпуске. Около 15бп потерял в цене **Сибкадембанк-5** (YTM 10.20%), вероятно, также из-за новостей о больших планах по новым размещениям. Заметно выросли котировки выпуска **ОМК-1** (YTM 7.84%, +40бп) на новостях о сильных финансовых результатах компании (см. наш комментарий на стр.1).

Интересной новостью стали намерения **Москомзайма** отказаться в 2007 г. от новых размещений и обменять короткие выпуски облигаций Москвы с погашением в 2007-2008 гг. на средне- и долгосрочные.

В условиях регулярного перевыполнения планов по доходам у правительства Москвы нет потребности в размещении сколько-нибудь значительных объемов облигаций. Вместе с тем, у Москомзайма есть желание каким-то образом подпитывать рынок собственных облигаций, который в противном случае обречен на постепенную потерю ликвидности. На наш взгляд, в этой ситуации предложенный обмен - очень разумный

ход, который в очередной раз подтверждает репутацию Москомзайма как грамотного управляющего собственным долгом.

Судя по озвученным ориентирам доходностей, по которым Москомзайм готов производить обмен, инвесторам будет предоставлена премия к уровням вторичного рынка. На этой новости выросли котировки коротких выпусков **Москва-40** (УТМ 5.45%, +30бп), **Москва-29** (УТМ 5.69%, +45бп.).

На наш взгляд, в ближайшие дни конъюнктура на рынке рублевых облигаций может улучшиться. Причины – рост цены на нефть, ралли в UST и достаточно благоприятная ситуация на денежном рынке после прохождения налоговых платежей конца месяца. Вместе с тем, мы сохраняем умеренно-пессимистичный взгляд на ставки денежного рынка, поэтому рекомендуем использовать возможный рост котировок ОФЗ и выпусков первого эшелона для сокращения своих позиций в этих бумагах.

Евросеть (NR) планирует перейти от количественного роста к качественному

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

Вчера компания Евросеть провела встречу с аналитиками. Мы присутствовали на данной встрече. Основным спикером был президент Евросети Элдар Разроев. Ниже представлены наши заметки по итогам встречи. Оговоримся, что мы могли допустить ошибки в интерпретации комментариев представителей компании.

- Доля рынка Евросети на территории РФ по итогам 2006 г. по мобильным телефонам составила 41.7%, по продаже контрактов – 25.7%. Согласно политике компании, ее присутствие в любом сегменте рынка не должно превышать 45% во избежание конфликтов с антимонопольными органами.
- Компания подтвердила, что не планирует укрупнение за счет поглощения конкурентов. Тем не менее, акционер компании недавно приобрел сеть Ультра и не исключает возможности новых покупок. Объединять приобретенные компании с Евросетью не планируется.
- Недавно была завершена реструктуризация группы. Ее целью является консолидация активов под ООО ТД «Евросеть» с перспективой преобразования холдинговой компании в ОАО.
- Для улучшения соотношения между собственными и заемными средствами Евросеть прорабатывает варианты привлечения акционерного капитала. Скорее всего, речь может идти об IPO. Разместить акции на российских биржах компания будет готова не раньше лета/осени 2007 г., когда будет подготовлена отчетность по МСФО за 2 года. IPO на Лондонской бирже возможно в 2008 г.
- По итогам 2006 года оборот компании составил USD4.6 млрд. (+81% к 2005 г.). Выручка составила USD2.97 млрд. Чистая прибыль оценивается на уровне USD22 млн. Средняя стоимость мобильного телефона увеличилась до USD185. За счет большой доли платежей за услуги связи средний чек составил лишь около USD20.
- Показатель EBITDA вырос почти втрое и составил USD116 млн., рентабельность по EBITDA – 3.9%. В 2007 г. компания планирует увеличить последний показатель до 5-6%.
- Объем долга на конец 2006 г. составил USD609 млн. На сегодняшний день его объем снизился до USD550 млн. Основу долга составляют краткосрочные займы. Около 40% кредитов обеспечены товарами в обороте. В дальнейшем планируется переход к беззалоговому кредитованию. По итогам 2006 г. показатель Долг/EBITDA составил 5.25x (в 2005 г. – 5.64x), а EBITDA/проценты – около 3.0x. В планах на 2007 г. – снижение показателя Долг/EBITDA до 3.5-4.0x за счет привлечения акционерного капитала и погашения части краткосрочных кредитов.
- Стратегия компании на ближайшие годы не предусматривает активного открытия торговых точек в России, как это было ранее. Компания планирует сконцентрировать усилия на увеличении

рентабельности существующих и закрытии неэффективных магазинов. Также планируется выход на рынки стран СНГ и Индии. Старт проекта с Индией намечен на февраль.

- В дальнейшем Евросеть планирует отходить от формата магазина, продающего товары индивидуального пользования, к формату магазина, предоставляющего услуги индивидуального пользования (провайдер Wi-Fi, услуги хостинга, финансовый магазин).
- Со слов представителей компании, ее агрессивная рекламная кампания с применением ненормативной лексики не должна нанести существенный урон финансовой деятельности и нацелена на привлечение населения с низким уровнем дохода.
- Марками телефонов, лидирующими по продажам в сети, являются Motorola и Samsung. Из-за конфликта с Nokia, ее доля сократилась до 8%.

На наш взгляд, Евросеть имеет неплохие шансы укрепить кредитный профиль в среднесрочной перспективе. Этому должны способствовать снижение инвестиционных appetites на фоне отказа от продолжения агрессивной экспансии, рост операционной рентабельности и привлечение дополнительного акционерного капитала. Сильными сторонами кредитного профиля Евросети мы в первую очередь считаем лидирующие позиции на рынке, позволяющие иметь хорошие переговорные позиции с вендорами, а также беспрецедентно обширную сеть (около 4,500 магазинов), на основе которой компания может расширять спектр предоставляемых услуг. К факторам, ограничивающим кредитоспособность Евросети, мы относим высокую долговую нагрузку с большой долей обеспеченного долга и агрессивный стиль управления бизнесом.

Выпуск рублевых облигаций ТД Евросеть-1 торгуется близко к номиналу и предлагает доходность на уровне 10.8% к оферте в апреле 2007 г. На наш взгляд, доходность близка к справедливым уровням, а выпуск неинтересен в силу короткой дюрации.

Ключевые финансовые показатели группы Евросеть

Млн. USD, МСФО	2004	2005	2006-оценка руководства
Выручка	750	1 830	2 974
ЕБИТДА	22,4	40,2	116
Рентабельность по ЕБИТДА (%)	65,5	227	609
Финансовый долг	2,92	5,64	5,25
Финансовый долг/ЕБИТДА	2,7%	2%	4%

Источник: данные компании, оценки МДМ Банка

Акционеры Интерроса намерены провести реструктуризацию группы

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

Вчера стало известно о том, что акционеры группы Интеррос В. Потанин и М. Прохоров решили реструктурировать принадлежащие им активы. На рынке облигаций сейчас представлены следующие компании группы: **Норникель (Ваа2/BBB-/BBB-)**, **Росбанк (Ва3/В+/В+)**, **Открытые инвестиции (NR)**, **Проф-Медиа (NR)**. В соответствии с планом реструктуризации, из перечисленных компаний только в Норникеле произойдет изменение структуры конечных бенефициаров – В. Потанин выкупит долю М. Прохорова. На наш взгляд, это, возможно, приведет к увеличению долговой нагрузки на контролирующего акционера и более агрессивной дивидендной политике, что может рассматриваться как умеренно-негативный фактор для кредиторов Норникеля. Тем не менее, мы полагаем, что рейтинговые агентства не тронут рейтинги металлургического гиганта. Мы не ожидаем сколько-нибудь существенной реакции на новости в котировках долговых инструментов компаний группы.



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

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
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.