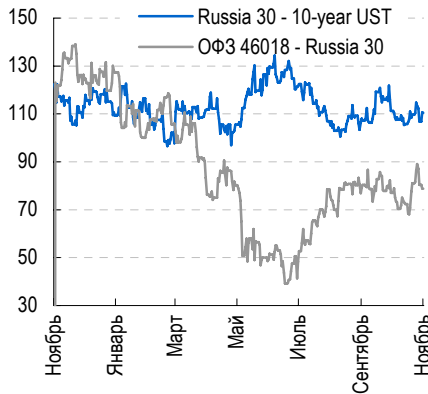
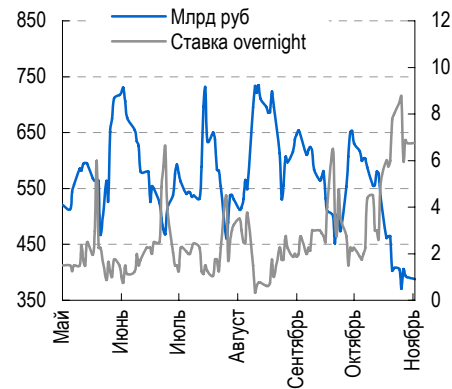


вторник, 7 ноября 2006 г.

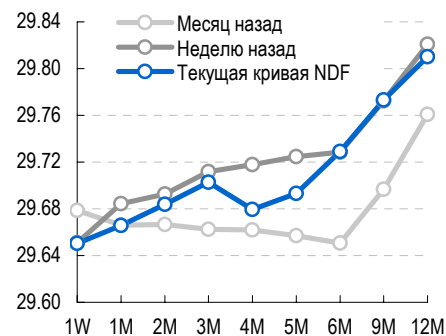
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

8 ноября	Consumer Confidence
8 ноября	Размещение руб. обл. Протек
8 ноября	Размещение руб. обл. Башкортостан
9 ноября	Trade Balance, Import Prices
9 ноября	Размещение руб. обл. Центр-инвест
9 ноября	Trade Balance, Import Prices
Окт.-Ноябрь	Рoad-шоу Банк С-Пб
Окт.-Ноябрь	IPO Северстали, ЧЦЗ, ККВ
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3кв.

Рынок еврооблигаций

- Сильные Payrolls вернули доходности US Treasuries на уровень двухнедельной давности. EM сократили спрэд. Вчера мы ничего не пропустили (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Активность в пятницу была минимальной. Рублевой ликвидности все еще мало. Иркут-3 – в котировальном списке А1 (стр. 2)

Новости и идеи

- Группа «Х5» (B1/BB-/NR) опубликовала предварительные финансовые результаты за 9 месяцев 2006 г. Данных о долге пока нет (стр. 3)
- Вкратце: Пробизнесбанк (Fitch B-) провел размещение доэмиссии акций в объеме 34.5% от уставного капитала среди портфельных инвесторов, выручив USD125 млн. (Источник: Ведомости). Таким образом, по нашим оценкам, банк утроил свой капитал. Мы не знаем, брал ли банк какие-то обязательства в связи с данной сделкой (например, выкуп акций в случае неудачи с IPO). Тем не менее, мы расцениваем частное размещение как важное позитивное событие для кредиторов Пробизнесбанка. Ликвидность в маленьких выпусках CLN банка очень низка. Рублевый выпуск облигаций (УТР 10.5%, оферта 2.11.07) предполагает больше возможностей для спекулятивной покупки в расчете на рост котировок.
- Вкратце: Группа СОК (NR) продала принадлежавший ей завод «Пластик», основного поставщика пластиковых деталей на АВТОВАЗ. Сумма сделки не раскрывается (Источник: Ведомости). Продажа активов теоретически должна привести к укреплению кредитоспособности группы СОК. Однако, мы не знаем, каковы инвестиционные аппетиты компании. Финансовая прозрачность группы СОК достаточно низка.
- Вкратце: S&P пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга Мособласти, отметив сильные финансово-экономические показатели.
- Вкратце: Fitch пересмотрело прогноз рейтинга компании Нафтогаз (Ba2/NR/B+) с «Негативного» на «Стабильный». Напомним, что буквально за неделю до этого Fitch поменяло прогноз на «Негативный», объяснив это ожиданием ухудшения финансового положения компании в связи с очередным повышением цены на газ, а также низкой вероятностью господдержки. Сейчас Fitch пишет, что получило от Нафтогаза разъяснения относительно повышения тарифов для конечных потребителей. Кроме того, упоминается о наличии комфортного письма от Минтопэнерго Украины банкам-кредиторам компании. Мы полагаем, что финансовые результаты Нафтогаза будут слабыми, но государство окажет поддержку компании в случае затруднений с выплатой долга.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.70	-0.02	0	+0.31
EMBI+ Spread, бп	185	-7	-14	-60
EMBI+ Russia Spread, бп	109	-5	-1	-9
Russia 30 Yield, %	5.80	+0.01	-0.01	+0.26
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	0	+0.01	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	325.2	-7.0	-100.8	-165.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	62.7	+3.4	-190.7	-52.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-26.4	-	-	-
Overnight RUR, %	6.75	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	-0.01	-0.02	-1.28
Нефть (брент), USD/барр.	59.8	+0.6	-0.0	+1.7
Индекс РТС	1641	+12	+86	+519

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В пятницу котировки **US Treasuries** достаточно резко снизились после выхода сильных данных по рынку труда в США. В сторону повышения были пересмотрены сентябрьские данные по количеству новых рабочих мест. Кроме того, общий показатель безработицы снизился до 4.4%. В итоге прошлая неделя закончилась ростом доходностей **UST10** на 12бп (YTM 4.72%), **UST2** – на 15бп (YTM 4.82%). Вчера доходности **UST** снизились на 2бп, что мы склонны объяснять скорее технической коррекцией после резкого движения в пятницу.

Котировки облигаций **Emerging Markets** традиционно показали заметно более сдержанное изменение котировок по сравнению с US Treasuries. В итоге в пятницу спрэд EMBI+ сократился до 185бп (-7бп). Доходность индикативного выпуска **Russia 30** выросла на 7бп до 5.79%. Вчера в сегменте EM существенных изменений не произошло, спрэд EMBI+ остался на прежнем уровне. В отсутствие российских участников в понедельник котировки **Russia 30** продолжили снижаться (YTM 5.80%, +1бп), спрэд к **UST10** расширился до 110бп (107бп – в пятницу).

Активность в корпоративных еврооблигациях в пятницу была минимальной. Отметим снижение котировок в выпусках телекомов – облигации **Megafon 09**, **Vimpelcom 16**, **MTS 10** потеряли в цене около 1/8.

На первичном рынке завершилось размещение 5-летних еврооблигаций **Sberbank 2011** (USD750 млрд., купон 5.93%) и **Sibacadembank 2009EUR** (EUR300 млн., купон 8.30%). Сбербанк разместил выпуск по нижней границе озвученного ранее диапазона (80-85бп к среднерыночным свопам). Это не предполагает какой-либо премии к уже обращающимся займам (**Sberbank 13** YTM 6.03%). О потенциале роста в облигациях Сибкакадембанка говорить также сложно – несмотря на визуальную премию в каждом из размещаемых банком выпусков, спрэды не спешат сокращаться, т.к. технически на рынок давит все новое предложение риска от этого агрессивно растущего банка.

Новая неделя не так богата на статистику из США, как прошедшая. В четверг будут опубликованы данные по динамике импортно-экспортных цен, торговому балансу и оптовой торговле. Кроме того, в четверг и пятницу пройдут аукционы по продаже 3-летних и 10-летних US Treasuries на USD19 млрд. и USD13 млрд., соответственно.

Мы полагаем, что в российских еврооблигациях на этой неделе существенных движений также ожидать не стоит. Спрэд **Russia 30**, вероятно, будет колебаться на уровне 106-110бп, расширяясь в моменты снижения доходности UST и, наоборот, сужаясь в моменты роста доходности UST.

Рынок рублевых облигаций

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

В прошедшую пятницу дефицит рублевой ликвидности по-прежнему ощущался на рынке. Ставки МБК в течение дня находились на уровне 6.5-7.0%. Несмотря на то, что объем операций прямого РЕПО с ЦБ сокращается, банки пока не могут полностью отказаться от этого инструмента – в пятницу они заняли около 36.67 млрд. рублей. На валютном рынке, по нашим оценкам, ЦБ купил USD300-350 млн. По состоянию на сегодняшнее утро сумма депозитов и корсчетов банков в ЦБ уменьшилась на 3.6 млрд. до 388 млрд. руб.

В преддверии праздников активность в госсекции была минимальной (объем торгов ОФЗ всего 166.6 млн. руб.). Котировки длинных выпусков снизились на 5-7бп. Хуже рынка смотрелся выпуск **ОФЗ 46017** (YTM 6.55%), цена которого уменьшилась на 7бп. Возможно, это связано с предстоящим вскоре (15 ноября) доразмещением этого выпуска на 10 млрд. На выход статистики в США ОФЗ никак не отреагировали, так как к этому времени торги уже были закрыты.

Активность в корпоративных выпусках также была достаточно низкой. В первом эшелоне желающих продать было чуть больше: котировки **ФСК-2** (YTM 7.19%) снизились на 8бп, **ГидроОГК-1** – на 3бп (YTM 7.45%). По-прежнему спросом пользуются качественные выпуски 2-го эшелона: котировки выпусков **Руснефть-1**, **РусалФин-1** и **Иркут-3** выросли на 5-10бп. Последний, кстати, с сегодняшнего дня переведен в

котировальный список A1, что должно оказать ему дополнительную техническую поддержку (в подобные выпуски могут аллокироваться средства пенсионных накоплений и страховые резервы).

На этой неделе, по нашим прогнозам, котировки рублевых облигаций существенно не изменятся. Инвесторы будут воздерживаться от продаж в связи с ожиданиями улучшения ситуации с ликвидностью, тем более, что самые «тяжелые» дни уже позади. Вместе с тем, рост котировок вряд ли возможен – ликвидности все еще не хватает для уверенных покупок. Кроме того, еврооблигации также пока не оказывают поддержки. Расширившаяся было валютная премия (спрэд **ОФЗ 46018-Russia 30** достигал 95бп) вновь сузилась после выхода Payrolls.

Группа X5 (B1/BB-/NR) опубликовала некоторые результаты за 9 мес. 2006 г.

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

К сожалению, компания «X5» (ранее – «Пятерочка») раскрыла только несколько цифр из предварительного отчета о прибылях и убытках. Данные об объеме долга или иная информация о показателях консолидированного баланса компании пока недоступны.

На основании того, что было опубликовано, можно отметить, что «X5» продолжает достаточно динамичный рост. Более того, по сравнению с результатами за 1-е полугодия компании достаточно серьезно удалось увеличить операционную рентабельность.

Ключевые финансовые показатели X5 (pro forma, полностью включает результаты Пятерочки и Перекрестка)			
Млн. USD, МСФО	6 мес. 2006 г.	9 мес. 2006 г.	9 мес. 2006 г. к 9 мес. 2005 г.
Выручка	1581	2411	+45%
ЕБИТДА	149	237*	+61%
Чистая прибыль	62	52	-37%
Финансовый долг	824	н/д	
Чистый долг	776	н/д	
Собственный капитал	2843	н/д	
Активы	4148	н/д	
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	9.4%	9.8%	
ЕБИТДА/проценты (x)	5.5	н/д	
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	2.8	н/д	
Финансовый долг/Собственный капитал	0.3	н/д	

*Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка. «н/д» - нет данных *без корректировки на опционную программу для менеджмента*

В 3-м квартале компания решила полностью отразить финансовый результат от опционной программы менеджменту за весь 2006 г. (USD60 млн.). Речь идет о наделении менеджеров акциями «X5», которые компания выкупает с рынка. В результате чистая прибыль «X5» за 9 месяцев оказалась достаточно низкой.

На наш взгляд, агрессивные аппетиты компании в отношении роста, связанные с этим инвестиции в открытие новых магазинов и покупку мелких конкурентов, а также опционная программа для менеджмента будут оказывать давление на долговую нагрузку «X5». По этим же причинам, на наш взгляд, сохраняется риск снижения рейтинга компании от агентства S&P (BB-/Негативный).

По этой причине мы по-прежнему не считаем привлекательными облигации Пятерочки (Пятерочка-2 УТМ 8.33%). На наш взгляд, более интересны выпуски продуктовых ритейлеров 2-3 эшелонов с умеренной или даже умеренно-высокой долговой нагрузкой (Долг/ЕБИТДА в пределах 6.0x). Мы ожидаем постепенного укрепления кредитного профиля таких компаний по мере их роста и улучшения прозрачности. В случае возникновения у них финансовых затруднений, по нашему мнению, такие компании будут тут же приобретены лидерами, т.к. погоня за ростом и долей рынка продолжается, а ценники в отрасли достаточно высоки (8-10x ЕБИТДА за мелкие и средние компании продуктовой розницы).



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
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

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

Соуправляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Ким Искян

Kim.Iskryan@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@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
----------------	-----------------------------

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

Потребительский сектор

Ким Искян	Kim.Iskryan@mdmbank.com
Елена Афонина	Elena.Afonina@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.