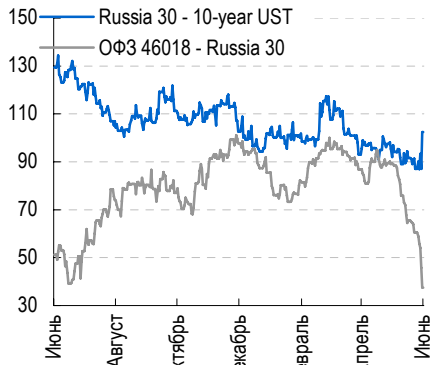
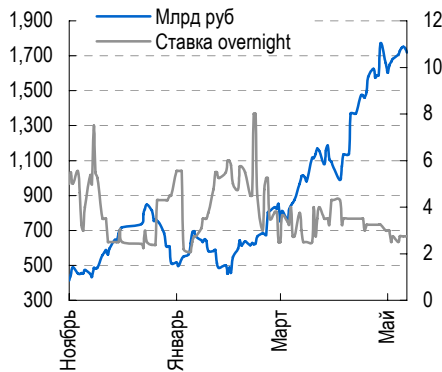


суббота, 9 июня 2007 г.

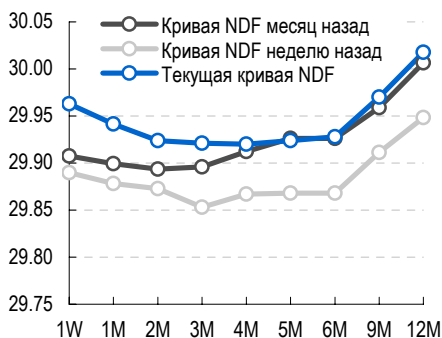
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

13 июня	Выплата налога на прибыль
13 июня	Размещение еврообл. Рольф
14 июня	Размещение еврообл. Транснефть
14 июня	Размещение руб.обл. ИжАвто-2
15 июня	Выплата акцизов, ЕСН
19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-2
19 июня	Размещение руб.обл. Протон-ПМ-1

Рынок еврооблигаций

- Небывалая волатильность в **US Treasuries** и новая волна «бегства к качеству» привела к расширению спрэдов в **EM**, в т.ч. в российском сегменте (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Продажи по всему спектру бумаг. Итоги размещения **Сатурна** – покупать 3-й выпуск или продавать 2-й? О новых купонах по выпуску **Банка Санкт-Петербург**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **ХКФБ (Ва3/В+)** опубликовал **нейтральные результаты по МСФО** за 1-й квартал. Неопределенность в отношении условий объединения с НОМОС-Банком (Ва3/В+) сохраняется (стр. 3).
- **Вкратце: Акционеры ОГК-5 (Ва3) приняли решение о реорганизации** компании в форме присоединения к ней ОАО «ОГК-5 Холдинг», в связи с чем у держателей облигаций появляется возможность их досрочного погашения. После вчерашней коррекции рынка котировки рублевого выпуска ОГК-5 опустились до номинала (7.63% к оферте через 2.5 года). Мы считаем этот уровень справедливым. На наш взгляд, решение инвесторов о том, воспользоваться ли им правом досрочного погашения или нет, будет определяться направлением движения рынка в ближайшие недели. Сама реорганизация, на наш взгляд, не приведет к существенному изменению кредитного профиля ОГК-5. Для принятия решения у держателей облигаций есть 1 месяц.
- **Вкратце: Газета Wiener Zeitung сообщает, что австрийский Raiffeisen International Bank (Aa2/A+)** изучает на предмет поглощения 5 казахских банков, в т.ч. Нурбанк (B1/B), принадлежащий опальному зятю президента Казахстана Р.Алиеву (Источник: Bloomberg). В настоящее время рынок наполнен слухами о грядущих сделках M&A в отношении казахских банков (чаще других упоминается Альянс Банк (Ва2/ВВ-)). Котировки субординированных еврооблигаций Нурбанка и Альянса сейчас находятся на спекулятивно интересных уровнях 94.0-96.0.
- **Вкратце: Норильский Никель (Ваa2/ВВВ-)** опубликовал **сильные результаты за 2006 г.** (ЕБИТДА USD7.6 млрд., чистый долг отрицателен), которые подтвердили, что баланс компании и ее кредитные рейтинги выдержат недавнюю покупку ОГК-3 за USD3 млрд. и вероятное поглощение LionOre за USD6.3 млрд.
- **Fitch подтвердило рейтинг Евраз (ВВ)** после покупки 50% акций Южжубас-угля.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.10	-0.03	+0.43	+0.40
EMBI+ Spread, бп	159	+3	-5	-10
EMBI+ Russia Spread, бп	99	+10	+2	+3
Russia 30 Yield, %	6.13	+0.13	+0.54	+0.48
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	+0.04	+0.02	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	476.9	+20.7	+79.7	-189.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1241.8	-44.9	+271.1	+1127.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	24.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3	-0.08	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	71.2	+0.2	+5.7	+10.5
Индекс РТС	1790	-14	-55	-120

Источники: оценки МДМ-Банк, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Рынок US Treasuries вчера продемонстрировал небывалую волатильность. В ходе азиатской сессии доходность **10-летних UST** продолжила стремительный рост. Вероятно, продажи в значительной степени были техническими – многие инвесторы вынуждены были закрывать короткие позиции в UST. На уровне 5.24% рост остановился, и началась коррекция, в ходе которой доходность UST10 опустилась до 5.10% (-3бп к четвергу). Определенную поддержку UST оказали сырьевые рынки, где цены заметно снизились, ослабив инфляционные опасения.

В сегменте Emerging Markets инвесторы вновь почувствовали легкую волну risk aversion. Спрэд **EMBI+** расширился вчера на 3бп (159бп). Выпуск **TURKEY 34** (YTM 7.37%) потерял в цене более 1.5пп. Котировки других индикативных выпусков снизились в пределах 1пп.

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.12%) в течение дня опускались до отметки 109.00, однако затем вернулись к уровню 109 5/8 (-1пп к четвергу). Спрэд к UST10 колебался в диапазоне 90-100бп, на момент закрытия остановившись у его верхней границы. В корпоративном сегменте ликвидность практически исчезла. Биды заметно снизились по сравнению с четвергом, но продавать бумаги никто не спешит.

Вчера успел завершить размещение выпуска CLN металлтрейдер **Комтех** (В-), купон составил 10.0%, объем размещения – USD 150 млн. Выпуск 4-летний, с офертой через 2 года. Спрэд к свопам составил 445бп. Стало известно также о планах **Межпромбанка** по выпуску еврооблигаций, номинированных в евро. Выпуск намечен на июнь.

Рынок рублевых облигаций

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

По понятным причинам в рублевых облигациях вчера доминировали продажи. Наиболее ощутимое снижение котировок было отмечено в длинных ОФЗ – **46020** (-67бп; YTM 6.82%), **46018** (-42бп; YTM 6.49%), **46017** (-40бп; YTM 6.41%), **46014** (-25бп; YTM 6.32%). При этом важно подчеркнуть, что рост доходностей здесь был менее значительным, чем в российских суверенных еврооблигациях (+5бп в 46018 против +12бп в RUSSIA 30), т.е. избыточная ликвидность продолжает оказывать рынку мощную поддержку.

В корпоративном сегменте снижение котировок практически по всему спектру бумаг составило 10-30бп. Z-спрэды к свопам по наиболее ликвидным выпускам расширились вчера на 5-10бп по сравнению со средними за неделю уровнями – примерно такую же картину мы сейчас наблюдаем на рынке еврооблигаций. Положительную динамику вчера продемонстрировали лишь ожидающий включения в список А1 выпуск М-индустрия-1 (+21бп; YTM 12.39%) и вышедший на вторичные торги РМК-1 (+10бп; YTM 8.81%).

Результаты аукциона по размещению облигаций **НПО Сатурн-3** оказались хуже наших ожиданий, ставка купона была установлена в размере 8.75% (YTM 8.94%). Напомним, что справедливую доходность этого выпуска мы оценивали на уровне 8.10-8.15%, ориентируясь на доходность чуть более короткого **НПО Сатурн-2** (8.05%). Мы предполагаем, что, помимо резкого ухудшения рыночной конъюнктуры, причинами «слабого» размещения выпуска НПО Сатурн могли стать достаточно неудачные результаты компании по итогам 2006 г. (резкое снижение показателей рентабельности, рост Долг/ЕБИТДА до 9.0х). Мы, тем не менее, считаем кредитное качество Сатурна достаточно близким к компаниям группы ОАК (Сухой, МиГ). Во-первых, Сатурн имеет достаточно крепкий и растущий портфель заказов. Прошлый год был отчасти «переходным» для компании, и уже в 2007 г. прогнозируется улучшение финансовых результатов и коэффициентов покрытия долга. Во-вторых, компания напрямую вовлечена во «флагманский» проект российского авиастроения – Sukhoi SuperJet, т.к. занимается разработкой двигателя для этого самолета. Проект SSJ является одним из наиболее приоритетных для российского правительства и активно спонсируется из федерального бюджета. В-третьих, Сатурн находится в сфере интересов трех могущественных групп – Рособоронэкспорт, АФК Система (владеет Пермскими моторами) и ВТБ – которые

вместе работают над проектом создания авиадвигателестроительной корпорации. Мы полагаем, что в ближайшие 1.5-2 года эти структуры вряд ли откажутся от данного проекта, и будут «опекать» Сатурн, оказывая компании помощь в случае возникновения финансовых затруднений (проще всего оказать помощь Сатурну будет ВТБ). По этим причинам выпуск **НПО-Сатурн-3** мы считаем одной из привлекательных инвестиционных возможностей.

Вчера были определены купоны на год по облигациям **Банк Санкт-Петербург-1** – процентная ставка составила 9.00%. К сожалению, выпуск не может похвастаться высокой ликвидностью, но новый купон, на наш взгляд, смотрится интересно. По номиналу доходность к годовой оферте составит около 9.32% (Z-свопы+414бп). Для сравнения, Z-спрэд к свопам более длинного выпуска еврооблигаций банка – **СТРЕТЕ 09** (YTM 8.90%) составляет не более 350бп.

Также на год в размере 10.50% был установлен купон по выпуску производителя упаковки **Готэк-2**, что соответствует доходности к новой оферте на уровне 10.78%.

ХКФБ (В/ВаЗ): нейтральные результаты за 1 кв. 2007 г. по МСФО

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

Сопоставление результатов ХКФБ за 1-й квартал 2007 г. и весь 2006 г. не позволяет говорить о каких-либо существенных изменениях кредитного профиля банка.

Рост кредитного портфеля за январь-март составил 8.7%, при этом уровень просроченной задолженности практически не изменился (около 14%). Банк продолжает снижать долю обычных кредитов «у прилавка» (POS) и увеличивать присутствие в сегменте револьверных карточных кредитов (менее рискованны и более доходны), а также в ипотечном и автокредитовании. За счет роста чистой процентной маржи и экономии на масштабе в 1-м квартале банку удалось немного улучшить показатели рентабельности, которые тем не мене остаются сравнительно низкими (см. табл.).

Основными «комфортными» факторами для кредиторов банка по прежнему остаются поддержка материнской группы PPF и высокие показатели адекватности капитала (TCAR 22.3% по итогам 2006 г.). Сохраняется неопределенность в отношении деталей анонсированного недавно альянса ХКФБ с НОМОС Банком. Мы уже писали о том, что альянс «добавит» кредитоспособности обоим банкам за счет синергии, диверсификации и эффекта масштаба. Вместе с тем, неясным остается вопрос относительно доли участия чешской PPF в формируемом альянсе. Если она снизится ниже контрольной (а капитал НОМОСа больше капитала ХКФБ), то S&P может снизить рейтинги ХКФБ. Мы считаем такой сценарий маловероятным. Насколько мы понимаем, PPF планирует увеличивать свою вовлеченность в российский банковский сектор, в то время как акционеры НОМОСа могут частично «монетизировать» свое участие в капитале банка.

Котировки облигаций ХКФБ вряд ли как-то отреагируют на результаты отчетности. С точки зрения спрэдов к свопам рублевые выпуски (в особенности 3-й и 4-й) сейчас смотрятся интереснее других облигаций банка (см. наш Портрет рынка в цифрах, стр. 40).

Ключевые финансовые показатели ХКФБ, МСФО

млн. руб.	2005 г.	3М2006 г.	2006 г.	3М2007
Процентные доходы	7 785	2 505	10 475	3 552
Процентные расходы	2 132	597	2 333	714
Чистый процентный доход	5 653	1 908	8 142	2 837
Чистый доход по услугам и комиссиям	1 033	28	783	188
Операционные расходы	6 407	1 754	8 520	2 884
Чистая прибыль/убыток	309	124	699	204
Собственный капитал	8 557	8 681	9 962	10 166
Чистый ссудный портфель	25 632	26 031	31 781	34 548
Активы	39 354	40 861	45 386	47 356
Основные коэффициенты				
Чистая процентная маржа	22%	26.3%	24.7%	31%

ROE	3.6%	5.7%	7%	8%
ROA	0.8%	1.2%	1.5%	1.7%
Уровень просрочки	13.9%	14.1%	14.2%	14.2%
Объем резервов к объему просроченных кредитов	93%	110.5%	95.5%	100.5%
Total Capital Adequacy Ratio	32.2%	31.3%	23.7%	22.3%

Источник: ХКФБ, оценка 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

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

Джордж Лиллис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@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.