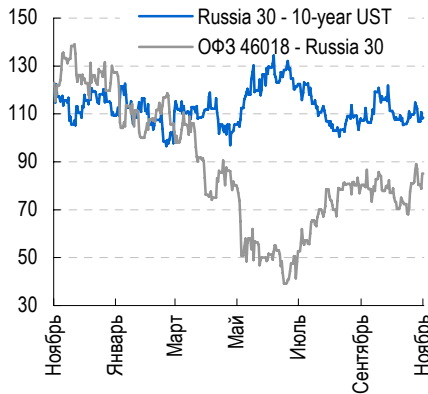
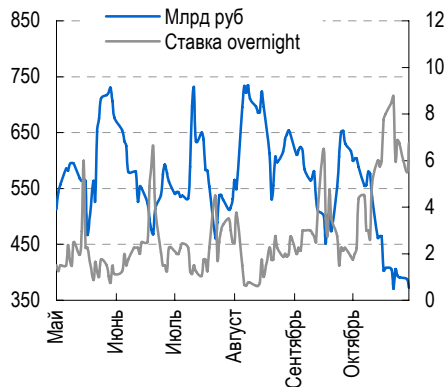


четверг, 9 ноября 2006 г.

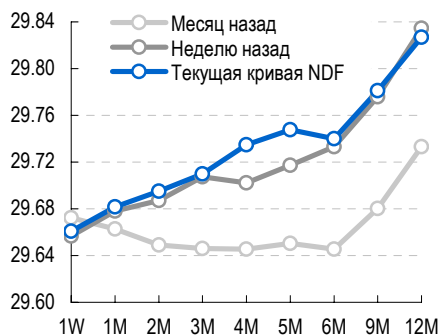
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

9 ноября	Trade Balance, Import Prices
9 ноября	Размещение руб. обл. Центр-инвест
9 ноября	Trade Balance, Import Prices
10 ноября	Выходной день в США
13 ноября	Рез-ты Балтики за 9 мес. 2006 г.
23 ноября	Рез-ты 36.6 за 9 мес. 2006 г.
Ноябрь	Рoad-шоу Банк С-Пб
Ноябрь	IPO ККВ
Ноябрь	Рез-ты Магнита, 7К по МСФО за 3 кв.

### Рынок еврооблигаций

- **Emerging Markets** и российский сегмент вяло реагируют на волатильность **US Treasuries**. Ралли в **KZOSRU** продолжается (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Ликвидность медленно прибывает. Активно продавать – не желаем, активно покупать – пока не хватает сил. Выпуск **Башкортостан-5** интересен (стр. 2)

### Новости и идеи

- **Сорус Капитал (NR)**: кредитный комментарий к размещению (стр. 3)
- **Вкратце: Комментарий к азмещению дебютного выпуска облигаций КБ Центр-инвест (B1 Moody's)**. На наш взгляд, это достаточно перспективный эмитент. Центр-инвест представляет собой небольшой, но динамично развивающийся региональный розничный банк, в капитале которого присутствуют такие «титовые» миноритарные акционеры как ЕБРР и DEG. На наш взгляд, банк представляет собой привлекательный объект поглощения для более сильного финансового института, желающего укрепить свои позиции на юге России. До подобного поглощения кредитные риски, связанные с небольшими размерами и быстрыми темпами роста банка будут в значительной степени нивелироваться за счет мощной репутационной поддержки иностранных акционеров, которые существенно облегчают доступ банка к рынкам капитала. Мы считаем выпуск интересным в случае, если доходность составит не менее 10%. В противном случае рекомендуем обратить внимание на выпуск **Транскапиталбанка (B1; 10.9%)**.
- **Вкратце: Сбербанк (A2/NR/BBB) подтвердил намерение провести допэмиссию** акций на сумму в несколько миллиардов долларов в ближайшее время. Мы ожидаем, что доля ЦБ в капитале банка не опустится ниже 50% (сейчас около 60%), а допэмиссия позволит укрепить кредитный профиль Сбербанка. В то же время, мы не видим потенциала сокращения спрэдов еврооблигаций банка к суверенной кривой.
- **Вкратце: S&P оставило рейтинг Северстали без изменений** на уровне «BB-/Стабильный», несмотря на привлечение компанией более USD1 млрд. в капитал в ходе IPO, мотивируя решение ожиданиями того, что средства будут использованы на финансирование поглощений.
- **Вкратце: В своем ежегодном обзоре S&P отмечает скромные успехи крупнейших российских компаний** по улучшению стандартов раскрытия информации.
- **Вкратце: S&P подтвердило рейтинг Ленобласти на уровне «B+/Позитивный»**

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА (на вчерашний день)

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.66	-0.04	-0.04	+0.27
EMBI+ Spread, бп	187	+2	-12	-58
EMBI+ Russia Spread, бп	108	-1	-2	-10
Russia 30 Yield, %	5.74	-0.06	-0.07	+0.20
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	0	0	-0.15
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	310.2	-15.0	-67.3	-180.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	62.3	-0.4	-188.0	-52.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	13.5	-	-	-
Overnight RUR, %	5.5	-1.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	+0.01	-0.01	-1.27
Нефть (брент), USD/барр.	58.5	-1.3	-1.3	+0.4
Индекс РТС	1675	+34	+120	+553

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Котировки **US Treasuries** вчера росли в первой половине дня, по мере того, как инвесторы пытались интерпретировать первые результаты выборов в Конгресс США. Одна из «теорий» состоит в том, что демократы, получившие большинство в нижней палате Конгресса и Сенате, урежут расходы правительства Буша и пересмотрят программу снижения налогов. Это, в свою очередь приведет к сокращению бюджетного дефицита, сокращению заимствований, и окажет поддержку US Treasuries. Однако, затем котировки UST вернулись фактически на уровень открытия после речи **Майкла Москоу** (главы чикагского отделения **FOMC**), в которой он вновь сделал акцент на рисках высокой инфляции.

В облигациях Emerging Markets «хуже рынка» смотрелись выпуски **Venezuela 34** (YTM 7.24%) и **Turkey 34** (YTM 7.38%), которые по итогам дня потеряли в цене около 1/4. Спрэд EMBI+ расширился на 16п до 1886п. Колебания в выпуске **Russia 30** также были незначительны, спрэд колебался в диапазоне 108-1106п. В течение дня цена выпуска доходила до 112 7/16. В российском корпоративном сегменте спросом пользовались длинные выпуски: **Alrosa 14**, **TNK 16**, **Evrax 15** выросли в цене на 3/16. Особо обращает на себя внимание продолжающийся уверенный рост котировок размещенного недавно выпуска **Казаньоргсинтез 2011** (бид по 101.5625; YTM 8.85%). С момента размещения спрэд к близкому по кредитному качеству выпуску Нижнекамскнефтехима (**NKNH 15\_10** YTP 8.25%) сократился со 100 до 60-65 бп. Эти уровни уже близки к справедливым, поэтому мы можем увидеть фиксацию прибыли в KZOSRU 11.

**Банк Москвы** вчера объявил, что собирается разместить еврооблигации, номинированные в рублях. На рынке не так много подобных инструментов и, мы думаем, что выпуск будет пользоваться спросом. Напомним, что около месяца назад Росбанк увеличил объем выпуска своих 3-летних рублевых еврооблигаций с 5 до 7 млрд. руб. (YTM 7.7%).

Сегодня в США выходит статистика по импортно-экспортным ценам и торговому балансу. Кроме того, состоится аукцион по размещению 10-летних US Treasuries. В пятницу в США выходной день, поэтому и наш рынок будет фактически закрыт.

## Рынок рублевых облигаций

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

Ситуация на денежном рынке медленно, но улучшается. Вчера во второй половине дня ставки overnight снизились до 4-5%. По состоянию на сегодняшнее утро сумма депозитов корсчетов и банков в ЦБ выросла на 32.1 млрд. до 404.6 млрд. рублей. Но несмотря на это банки по-прежнему занимали средства в ЦБ – вчерашний объем прямого РЕПО составил около 24 млрд. рублей. Вчера ЦБ вновь принял участие в валютных торгах, купив примерно USD200-250 млн. Данная нами вчера оценка участия ЦБ в валютных торгах во вторник (USD2 млрд.) была некорректной. После уточнения данных мы оцениваем позавчерашний объем интервенций ЦБ на уровне USD700 млн.

Активность на рынке остается очень низкой. Инвесторы не желают продавать бумаги в ожидании улучшения ситуации с ликвидностью. В то же время, для уверенного роста также пока нет сил. Вчера состоялся аукцион по доразмещению **ОФЗ 25060**. Минфин опять не пожелал пойти на предоставление премии к рынку, в результате чего из 4 млрд. разместил лишь около 2.9 млрд. рублей. Достаточно успешно прошло вчера размещение выпуска **ПротекФин-1** - ставка купона была установлена на уровне 8.90%, доходность к оферте – 9.10%. Напомним, что мы оценивали справедливый уровень доходности этого выпуска на уровне 9.75%-10.00%. Размещение облигаций 5-го выпуска **Башкортостан** также прошло успешно – спрос превысил предложение, примерно, в два раза. По итогам аукциона цена была установлена на уровне 101.96 (YTM 7.47%), но к концу дня выросла до 102.14 (YTM 7.34%). Мы полагаем, что в бумаге сохраняется потенциал снижения доходности на 10-15 бп, т.к. выпуск разместился со слишком широким спрэдом к более коротким облигациям **Башкортостан-4** (YTM 7.04%).

Мы полагаем, что в ближайшие недели ситуация с ликвидностью будет последовательно улучшаться по мере поступления в банковскую систему «навеса» отложенных бюджетных расходов.

## Сорус Капитал (NR): кредитный комментарий перед размещением

Аналитики: *Денис Воднев, Михаил Галкин, e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com*

Сегодня пройдет дебютное размещение трехлетнего облигационного займа ООО «Сорус Капитал» на сумму 1.2 млрд. руб. с годовой офертой. «Сорус Капитал» является владельцем основных операционных активов группы «Сорус». Поручителями по займу выступают торговые компании группы – ООО «Контур», ООО «Рубикон» и ООО «Тесса», через которые проходят основные денежные потоки.

Группа «Сорус» специализируется на производстве, импорте и реализации овощей и фруктов. В первую очередь речь идет о бананах, на которые приходится две трети импорта «Сорус». Компания имеет сильные позиции на российском рынке бананов, где по итогам 2005 г. занимала второе место с рыночной долей в 22%. Основными конкурентами «Сорус» в данном сегменте являются компании «Джей-Эф-Си» (28%) и «Санвэй» (19%).

Группа «Сорус» представляет собой вертикально-интегрированную структуру, насчитывающую 14 компаний. Группа осуществляет весь цикл операций, начиная от выращивания бананов на собственных плантациях в Эквадоре, до их обработки, хранения, транспортировки и продажи. «Сорус» владеет 900га плантаций в Эквадоре, 9 складскими терминалами с холодильным оборудованием на территории России, а также собственным парком из 12 судов. Компания имеет широкую дистрибьюторскую сеть из 14 филиалов на территории России, а также представительство в Казахстане.

«Сорус» имеет достаточно прозрачную структуру собственности и юридическую структуру. Основными бенефициарами группы являются ее том-менеджеры: В.В.Линецкий (51%), С.Г. Васильев (25%), А.С.Белоголов (24%). Компания готовит консолидированную отчетность по МСФО.

«Сорус» планирует направить средства от размещения облигаций на строительство двух складских терминалов в Сургуте и Москве, дальнейшее расширение плантаций в Эквадоре, покупку двух рефрижераторных судов и частичное рефинансирование текущей задолженности.

### Ключевые финансовые показатели групп «Сорус» и «Джей Эф Си»

Млн. USD, МСФО	Сорус 6 мес. 2005	Сорус 6 мес. 2006	Джей-Эф-Си 6 мес. 2006
Выручка	127.4	140.2	196.3
ЕБИТДА	5.4	10.4	33.5
Чистая прибыль	3.5	7.2	16.8
Чистый долг	17.5	38.5	154.4
Процентные платежи	2.5	1.4	н.д.
Собственный капитал	20.2	30.1	н.д.
<b>Ключевые показатели</b>			
Рентабельность по ЕБИТДА (%)	4.2%	7.4%	17.1%
ЕБИТДА/проценты (x)	2.1	7.4	3.9
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая	3.3	1.8	2.3
Финансовый долг/Собственный капитал	0.9	1.3	1.9

Источник: данные компаний, оценки МДМ Банка

Финансовый профиль «Сорус» выглядит несколько более слабым по сравнению с компанией «Джи-Эф-Си». «Сорус» демонстрирует заметно более низкую операционную рентабельность (см. Табл.). С точки зрения долговой нагрузки «Сорус» пока выглядит предпочтительнее, но после займа мы ожидаем роста соответствующих показателей (Долг/ЕБИТДА вырастет практически вдвое по сравнению с серединой 2006 г.). Нам не удалось найти сопоставимых данных по группе «Санвэй».

К сильным сторонам кредитного профиля «Сорус» мы относим адекватный уровень прозрачности, вертикальную интеграцию и сильные рыночные позиции. Тот факт, что эмитентом выступает владелец основных операционных активов, также является положительным моментом для потенциальных держателей облигаций.

К слабым сторонам можно отнести рост долговой нагрузки компании после размещения облигационного займа до умеренно-высокого уровня и возможное усиление конкуренции.

Новый выпуск рублевых облигаций «Джей-Эф-Си» был буквально две недели назад размещен с доходностью 9.46% к двухлетней оферте. Учитывая чуть более слабый кредитный профиль «Сорус», справедливую доходность дебютного выпуска к годовой оферте мы оцениваем на уровне 9.75-10.0%.



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, опубликовать, 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.