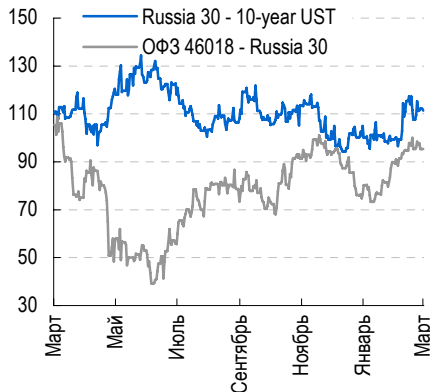


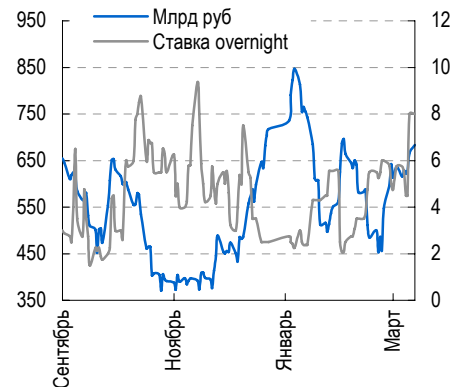
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 19 марта 2007 г.

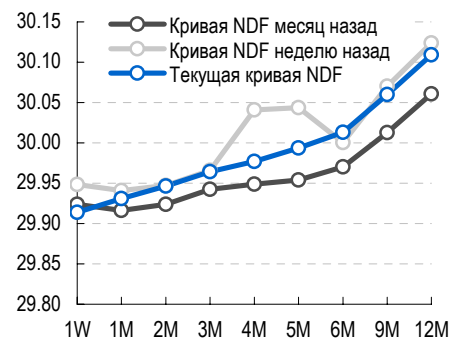
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

16 мар	CPI (индекс цен потребителей) в США
20 мар	Выплата НДС
20 мар	Размещение руб.обл. КМПО-Финанс-1
20 мар	Размещение руб.обл. ТГК1-1
20 мар	Housing Starts в США
21 мар	Размещение еврообл. Абсолют Банк
21 мар	Решение ФРС о процентной ставке
21 мар	Размещение руб.обл. Вост.Экспресс-1

Рынок еврооблигаций

- Мощная распродажа в облигациях **казахстанских банков** – хорошая возможность купить? В преддверии заседания FOMC активность на рынке, вероятно, будет низкой (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- В поисках доходности инвесторы увеличивают аппетит к риску. Мы сохраняем умеренно-пессимистичный взгляд на перспективы денежного рынка (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **КМПО (NR): комментарий к завтрашнему размещению.** (стр. 3)
- **Вкратце: В субботу, 17 марта при совершении регулярного рейса потерпел аварию самолет Ту-134 авиакомпании ЮТэйр (NR).** На наш взгляд, это событие окажет умеренно-негативное влияние на кредитоспособность компании. Речь может идти о небольшом прямом финансовом ущербе (по нашим оценкам, в пределах USD3-4 млн.), временном снижении пассажиропотока на рейсах ЮТэйр, а также увеличении инвестиций в обновление авиапарка. Мы не ожидаем серьезных негативных действий в отношении компании со стороны регулятора. Мы не исключаем продаж в выпусках облигаций **ЮТэйр-2** (10.27%) и **ЮТэйр-3** (10.55%) на новостях об аварии. Поддержку кредитному профилю компании оказывают растущие показатели рентабельности, хорошая диверсификация бизнеса (вертолетный, пассажирский и аэропортовый) и тесные связи с Сургутнефтегазом (NR). Среди слабостей – изношенность парка, конкуренция и достаточно высокая долговая нагрузка.
- **Вкратце: Moody's объявило о новых задержках** в рамках своей инициативы по пересмотру банковских рейтингов в соответствии с методологией joint-default analysis (речь идет о попытке учесть вероятность «системной» поддержки, см. наш комментарий от 12 марта). После получения негативной реакции рынка, Moody's, похоже, будет повышать рейтинги менее агрессивно. Пересмотр рейтингов российских банков произойдет не ранее, чем в апреле. Мы по-прежнему считаем, что Moody's может повысить рейтинги крупнейших российских частных банков.
- **Вкратце: Розничная сеть X5 (В1/ВВ-) может провести доэмиссию** акций во 2-й половине 2007 г., сообщает Bloomberg со ссылкой на финдиректора компании В. Подольского. Насколько мы понимаем, речь может идти о подготовке к поглощению розничной сети Карусель и/или другим покупкам. Объявленные капвложения в 2007 г. (не менее USD700 млн.), вероятнее всего, будут финансироваться за счет собственных и заемных средств.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.55	+0.01	-0.14	-0.15
EMBI+ Spread, бп	182	-1	+12	+13
EMBI+ Russia Spread, бп	109	-2	+9	+13
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.02	-0.01	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.62	-0.01	+0.04	+0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	611.5	+18.9	+227.0	-54.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	72	-0.6	-125.6	-42.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	6.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.25	-1.79	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	-0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	60.3	-0.7	+2.2	-0.4
Индекс РТС	1821	+12	-84	-89

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В ходе торгов в пятницу, а также сегодня в рамках азиатской сессии доходности UST медленно подрастают (UST10 4.56%, +26п к четвергу). Пятничная статистика в США была достаточно смешанной – низкий Core CPI и неплохие цифры по промышленному производству. Сегодняшний рост доходностей UST, вероятно, объясняется восстановлением фондовых индексов в Азии и, соответственно, ослаблением эффекта «бегства к качеству».

На рынке облигаций **Emerging Markets** активность была невелика, цены большинства выпусков остались на уровнях закрытия четверга. Спрэд **EMBI+** составил 182 бп (-26п). Позитивной новостью для рынков стал пресс-релиз **Emerging Portfolio Fund Research**, согласно которому отток средств из фондов облигаций **EM** на прошлой неделе приостановился. На этой неделе нас ждет в основном информация по рынку жилья в США, а в среду пройдет очередное заседание **FOMC** по поводу FED RATE (консенсус-прогноз – сохранение ставки на уровне 5.25%).

Котировки **Russia 30** (YTM 5.67%) серьезных изменений не претерпели, торговля весь день шла в коридоре 113 3/8 – 113 1/2. Спрэд **EMBI+ Russia** составил 109бп. На корпоративном рынке – пятничное затишье.

Интересные события происходят в последние дни в сегменте облигаций **казахстанских банков**. Из-за слабых технических характеристик (очень большой объем бумаг на рынке, присутствие в каждом **EM** портфеле) эти облигации сильнее других страдали в рамках начавшейся в феврале тенденции *risk aversion*. А в конце прошлой недели продажи в этом секторе носили прямо-таки драматический характер. Спрэды длинных выпусков к UST расширились за неделю на 25-30бп (**BTAS 15, BCCRD 14, ККВ 16, ALLIBK Perp и ALLIBK 13**), а в целом с конца января расширение спрэдов составило 90-120бп. Цены достигли 90-95% от номинала. Насколько мы понимаем, помимо слабой «техники» такой мощной распродаже способствовала чрезмерная реакция на новости о ликвидации казахстанского **Банка Валют-Транзит** (входит в топ-20, о проблемах стало известно более года назад). На наш взгляд, после столь сильного расширения спрэдов без фундаментальных причин выпуски казахстанских банков выглядят достаточно привлекательно.

Мы полагаем, что до четверга, когда станут известны результаты заседания FOMC, активность инвесторов на вторичном рынке будет традиционно низкой. Проходящие на первичном рынке размещения (Абсолют Банк, ХКФ Банк), вероятно, также будут завершены только после публикации решения FOMC.

Рынок рублевых облигаций

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

Денежный рынок сейчас выглядит чуть лучше наших ожиданий – ставки overnight в пятницу и сегодня находятся на уровне 4.5-5.5%. Это способствует стабилизации цен в длинных ОФЗ и выпусках первого эшелона. На наш взгляд, в ближайшие дни конъюнктура денежного рынка вновь ухудшится (налоги и первый аукцион по продаже активов ЮКОСа), поэтому мы рекомендуем избегать удлинения дюрации портфелей.

Имеющие свободные денежные средства инвесторы продолжают отдавать предпочтение облигациям 2-3 эшелонов. При этом в поисках доходности они «забираются» во все менее ликвидные выпуски. Так, в пятницу мы видели покупки в облигациях **Диксис-1** (+126п; YTP 10.66%), **ГТ-ТЭЦ Энерго-4** (+56п; YTM 10.99%), **Белый Фрегат-1** (+36п; YTP 15.23%), **Автомир-1** (+26п; YTP 11.93%).

Некоторые из первичных размещений этой недели, например **КМПО-Финанс** и **Кокс-2**, предоставят неплохую возможность утолить аппетит к облигациям 2-го эшелона. Наши комментарии по выпуску КМПО представлены ниже.

КМПО (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится дебютное размещение облигационного займа ООО «КМПО-Финанс», поручителем по которому выступает Казанское моторостроительное производственное объединение (КМПО). Объем выпуска составляет 1 млрд. руб. По облигациям предусмотрена оферта через полтора года.

Исторически КМПО специализировалось на строительстве и ремонте авиадвигателей для гражданской авиации (Ту-154/134, Ил-86). Однако, как и в случае с другими российскими авиадвигателестроительными компаниями (Сатурн, ПМЗ, УМПО), сейчас КМПО активно занимается производством оборудования для газотранспорта и электроэнергетики. По итогам 9 мес. 2006 г. три четверти выручки компании пришлось на реализацию газотурбинных приводов и газоперекачивающих агрегатов. Основными потребителями этой продукции являются структуры группы Газпром. КМПО продолжает заниматься строительством и ремонтом двигателей, а также пытается выйти на рынок газотурбинных установок (малая энергетика). Республика Татарстан через свою 100%-ную «дочку» Связынвестнефтехим контролирует 43.95% акций КМПО. Остальные бенефициары не раскрываются. Помимо менеджмента и представителей Республики, в избранном недавно составе Совета директоров КМПО присутствует 1 представитель Газпрома.

Наш взгляд на перспективы роста бизнеса КМПО – осторожно-оптимистичный. С одной стороны, в своем ключевом сегменте (производство оборудования для газотранспортной системы) даже на локальном рынке у компании есть сильные конкуренты, имеющие большую рыночную долю и производящие более современное оборудование (например, СНПО им. Фрунзе и Искра-авиагаз). С другой стороны, похоже, что значительные аппетиты Газпрома оставляют место на рынке для всех производителей. Объем рынка, скорее всего, будет расти – у Газпрома, а также газотранспортных компаний Казахстана, Туркменистана и Узбекистана есть планы по модернизации действующих и строительству новых газопроводов.

Мы также считаем, что КМПО может рассчитывать на господдержку в случае возникновения финансовых затруднений. На наш взгляд, помощь компании может быть оказана как со стороны ключевого акционера (Республики Татарстан), так и со стороны федерального правительства. Мы не исключаем, что в среднесрочной перспективе КМПО войдет в один из планируемых к формированию авиадвигателестроительных холдингов. Это, безусловно, имеет смысл с точки зрения экономии на масштабе и объединения усилий по НИОКР.

В случае реализации амбициозных планов ОАК по производству новых Ил-96 и Ту-204 до 2015 г. (28 и 114 машин, соответственно. Источник: Ведомости), КМПО имеет шансы активизировать деятельность по строительству авиадвигателей. Компания уже ведет активные НИОКР в сфере проектирования новых двигателей.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	2004	2005	2006П
Выручка	2 861	3 456	4 171
ЕБИТДА	235	223	459
Чистая прибыль	60	87	203
Финансовый долг	2 597	1 532	1 182
Собственный капитал	1 160	2 436	2 516
Ключевые показатели			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	8.2%	6.5%	11.0%
Рентабельность чистой прибыли (%)	2.1%	2.5%	4.9%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	11.1	6.8	2.6
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	2.2	0.6	0.5

Источник: данные компании

Ключевым недостатком кредитного профиля КМПО мы считаем высокую зависимость компании от одного клиента (Газпрома) и связанные с этим риски.

Финансовое положение компании пока выглядит достаточно стабильным. В 2006 г. КМПО продемонстрировало рост операционной рентабельности и улучшение показателей долговой нагрузки. По нашим оценкам, по итогам 2007 г. соотношение Долг/ЕБИТДА составит чуть более 3.0х.

Ориентиры организаторов выпуска КМПО (синдикат подписан под купон 9.5%, УТР 9.73%) предполагают спрэд примерно в 100бп к облигациям НПО Сатурн/УМПО/ПМЗ. На наш взгляд, это привлекательная премия за меньшую ликвидность выпуска, а также за то, что КМПО пока не вовлечено в спонсируемые государством «консолидационные процессы» в оборонной промышленности. Инвесторам (в т.ч. нерезидентам) сейчас нравятся эмитенты, которые находятся «в орбите» интересов государства.



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

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.