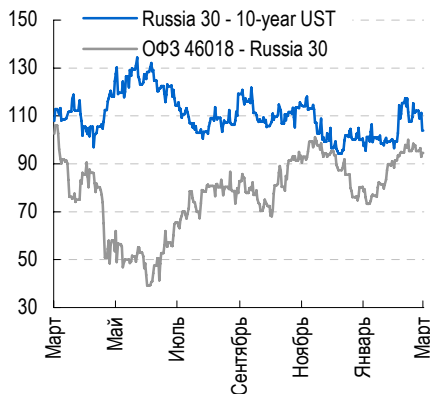
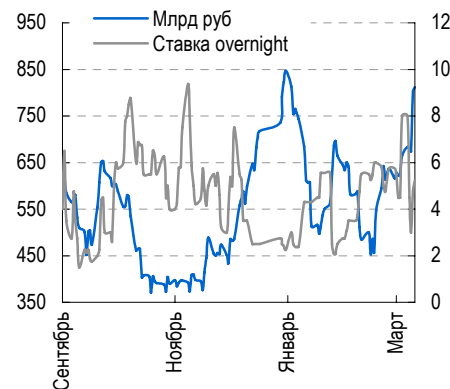


пятница, 23 марта 2007 г.

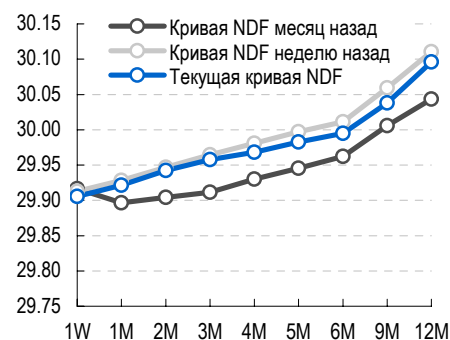
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

23 мар	Размещение еврообл. Центр Инвест
23 мар	Existing Home Sales в США
23 мар	Размещение руб.обл. Разгуляй-3
26 мар	Выплата акцизов, НДСПИ
26 мар	New Home Sales в США
27 мар	Размещение руб.обл. Магnezит-2
27 мар	Размещение руб.обл. Мособлтрастинвест
27 мар	Размещение руб.обл. МОИТК-2

Рынок еврооблигаций

- Переосмысление комментариев **ФОМС** привело к росту доходностей UST. О ценовых ориентирах по выпускам **ЦентрИнвеста** и **ХКФ Банка** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Мы полагаем, что в ближайшие дни оптимистичные настроения на рынке сохранятся, однако прирост котировок уже не будет столь значительным (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **РБК (NR): сильные результаты за 2006 г. и разумная стратегия развития,** однако показатели долговой нагрузки могут ухудшиться (стр. 3).
- **Вкратце: ДИКСИ (NR) объявила о дроблении акций холдинговой компании** в рамках подготовки к их размещению. Шансы компании на реализацию планов по IPO или частному размещению в 1-м полугодии 2007 г. мы оцениваем на уровне 50%. Вместе с тем, мы верим в то, что сейчас или чуть позже ДИКСИ будет вовлечена в сделку M&A/IPO, которая позволит компании укрепить кредитный профиль и приведет к сужению спрэдов. Выпуск Дикси-Финанс (93.50; 11.60%) – один из самых перспективных на рынке с точки зрения потенциала роста цены.
- **Вкратце: Глава департамента банковского регулирования и надзора ЦБ А. Симановский** сказал, что, по его личному мнению, ограничивать эффективную ставку кредитования для банков нельзя (Источник: Рейтер). Мы воспринимаем слова г-на Симановского как сигнал о том, что ЦБ не намерен усиливать давление на банки, занимающиеся потребкредитованием, и ограничится лишь уже принятыми мерами (с 1 июля вводится требование о раскрытии эффективной ставки, а также правила формирования резервов по потребкредитам).
- **Вкратце: В соответствии с подготовленным РАО ЕЭС графиком,** в течение ближайших 12 месяцев пройдут размещения доэмиссий акций 12-ти ОГК и ТГК. Мы считаем, что реализовать такой амбициозный план будет технически сложно. Так или иначе, эти размещения, на наш взгляд, окажет поддержку рынку облигаций электроэнергетических компаний, и отчасти компенсирует негативный эффект, связанный с большим объемом предложения долга из данного сектора.
- **Вкратце: Глава Минфина А. Кудрин** сказал, что в 2010 г. курс рубля сохранится на примерно достигнутом уровне (Источник: Рейтер). На наш взгляд, это свидетельствует об уверенности Минфина в том, что снижение инфляции в среднесрочной перспективе будет происходить без значительного номинального укрепления рубля.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.59	+0.05	-0.10	-0.11
EMBI+ Spread, бп	171	-7	+7	+2
EMBI+ Russia Spread, бп	102	-8	+5	+6
Russia 30 Yield, %	5.62	-0.03	-0.07	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.57	-0.01	-0.02	+0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	703	+13.2	+305.6	+36.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	108.8	-3.6	-5.5	-5.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	32	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.5	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.02	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	62.5	+1.7	+1.6	+1.8
Индекс РТС	1890	+43	-44	-20

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Похоже, что вчера инвесторы несколько переосмыслили комментарии **ФОМС** и пришли к выводу, что поводов ожидать скорого снижения FED RATE пока не так уж и много. Возможно, этому способствовали и вышедшие вчера сильные данные по рынку труда, а также заявления представителя ФРС о том, что угроза, исходящая от рынка sub-prime mortgages, не очень значительна. Так или иначе, доходности US Treasuries вчера выросли примерно на 5bp вдоль всей кривой (UST10 4.58%). Сегодня в США выходит статистика по рынку жилья.

Спрэды **Emerging Markets** к UST вчера значительно сузились – такова несколько запоздалая реакция на рост котировок UST в среду. Спрэд **EMBI+** сузился на 7 bp и составил 171bp. Бразильские бумаги обновляют исторические максимумы цен. Сегодня, впрочем, можно ожидать небольшого расширения спрэдов – исключительно технического – связанного, опять же, с замедленной реакцией на снижение американского рынка. Выпуск **Russia 30** (+3/16, YTM 5.62%) вчера торговался вчера на уровне 113 3/4 со спрэдом к UST10 порядка 104-105 bp. На корпоративном рынке было отмечено некоторое оживление, мы видели покупки в длинных выпусках – **Evraz 15** (+1/4, YTM 7.76%), **MTS 12** (+1/4 6.47%), **Severstal 14** (+1/4, YTM 7.61).

Вчера был уточнен price-talk по 2-летним нотам **Банка ЦентрИнвест** (B1, крупный акционер - ЕБPP) – купон ожидается на уровне 9.125% (MS+420bp). Если ориентироваться на доходности еврооблигаций банков с сопоставимым кредитным качеством (например, похожий по профилю **Абсолют Банк**, тоже кредитование малого бизнеса, в числе акционеров IFC, **B1**, 2-летний выпуск торгуется 8.75%), ориентиры организаторов выглядят достаточно адекватными. Однако, если взглянуть на рублевый выпуск **ЦентрИнвеста**, который торгуется с доходностью 9.86% к оферте в ноябре 2007 г. (+420bp к базовой кривой), доходность по USD нотам не выглядит слишком соблазнительной.

Помимо этого, на уровне 9.375% - 9.625% были озвучены ориентиры доходности нового 3-летнего выпуска еврооблигаций **ХКФ Банка** (ВаЗ/В). Ориентиры соответствуют спрэду к mid swaps в размере 450-470bp. Для сравнения, обращающиеся на рынке короткие **НСФВ08** (YTM 8.96%) и **НСФВ08-2** (YTM 8.84%) торгуются на уровне MS+360-370bp. Рублевые выпуски банка предлагают спрэд к CCS в размере 420-450bp. Мы считаем, что ориентиры нового выпуска еврооблигаций не подразумевают значительной премии.

Рынок рублевых облигаций

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

Продолжается мини-ралли, связанное с более благополучным, чем ожидалось, состоянием денежного рынка. Котировки ОФЗ выросли вчера на 15-40bp. Самый впечатляющий рост цены был отмечен в 30-летнем выпуске **ОФЗ 46020** (YTM 6.83%).

Котировки длинных московских облигаций (44, 39) вчера выросли на 15-30bp. В первом эшелоне движение цен было более скромным – 5-10bp.

В сегменте 2-3 эшелона мы отметили покупки в выпуске **Центр-Инвест-1** (+10bp; YTM 9.79%). Вероятно, это связано с объявлением ориентиров по CLN банка (см. выше). Заметно выросли котировки облигаций **ЛСР-2** (+50bp; YTP 9.90%). Возможно, держатели первого выпуска компании (вчера была оферта) решили переложиться во 2-й выпуск, имеющий более высокий купон.

Вчерашнее размещение выпуска **Кокс-2** (8.89%) прошло в соответствии с нашими ожиданиями. Мы считаем выпуск перспективным и ожидаем постепенного сужения его спрэда к **Мечел-2** (YTP 8.05%) на фоне недостатка риска сильных промышленных компаний с доходностью выше 8.50%.

Интересной новостью стало также включение выпуска **Судостроительный банк-1** (YTP 9.27%) в котировальный список А1 – не исключено, что сегодня мы увидим рост цен этих облигаций.

Мы полагаем, что в ближайшие дни оптимистичные настроения на рынке сохранятся, однако прирост котировок уже не будет столь значительным.

РБК (NR): оценка результатов за 2006 г. и дальнейших перспектив компании

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

Вчера компания «РБК Информационные системы» опубликовала предварительные результаты за 2006 г. Выручка РБК в прошлом году составила USD208 млн. (+90% к 2005 г). Столь впечатляющий рост был достигнут за счет увеличения доходов от рекламы, а также приобретения нескольких печатных изданий. Несмотря на снижение операционной рентабельности (EBITDA margin 26.2% против 33.2% в 2005 г., на фоне увеличения доли новых проектов) показатель EBITDA за 2006 г. (USD54.5 млн.) полностью соответствует нашим прогнозам.

Компания подтвердила, что выделение IT-бизнеса завершится в 1-й половине 2007 г. По итогам 2006 г. доля этого подразделения в выручке РБК составила около 39%. В силу того, что выделяемые активы не унаследуют каких-либо долговых обязательств, сделка, в принципе, чуть ослабит кредитный профиль компании. Однако, учитывая блестящие перспективы медиа-бизнеса РБК (в 2007 г. ожидается рост выручки на 70-80%), а также заметно более низкую рентабельность IT-бизнеса компании, мы не считаем эту реорганизацию критичной для кредиторов группы.

Более важным с точки зрения потенциального влияния на кредитоспособность представляется нам намерение компании инвестировать около USD120 млн. в стратегическую экспансию в Интернет-сегменте в 2007-2008 гг.

Несмотря на то, что такие инвестиции приведут к диверсификации бизнеса группы и позволят рассчитывать на большие доходы в будущем, мы опасаемся временного снижения рентабельности и ухудшения показателей покрытия долга. Насколько мы понимаем, основная часть инвестиций представляет собой расходы на дополнительный персонал. Мы предполагаем, что подобные инвестиции будут интерпретированы традиционно консервативными аудиторами как некапитализируемые расходы и отнесены на издержки, т.к. понять, представляют ли создаваемые проекты какую-то ценность, затруднительно. В то же время, если компания все-таки найдет способ отражать расходы на развитие Интернет-проектов именно как инвестиции (например, структурируя расходы как приобретение компаний), т.е. капитализировать их, ей удастся избежать негативного влияния на показатели рентабельности.

В соответствии с условиями выпуска CLN РБК, показатель «Чистый долг/EBITDA» ограничен уровнем 4.0x. По нашим оценкам, по итогам 2006 г. чистый долг компании был близок к нулю. Котировки CLN в настоящее время находятся на уровне 100.375-100.75 (9.1%-8.75% к оферте летом 2008 г.).

Ключевые финансовые показатели РБК

USD млн., МСФО	2005	2006	2007-прогноз
Выручка	104.8	207.8	166-180
EBITDA	34.8	54.5	
EBITDA margin	33.2%	26.2%	
Чистый долг	(30.4)	0.0*	100-150*
Инвестиции	5	80.1*	120
EBITDA/проценты	106.1	13.1*	
Чистый долг/EBITDA	(0.9)	0.0*	

Источник: данные компании, *оценки 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

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.