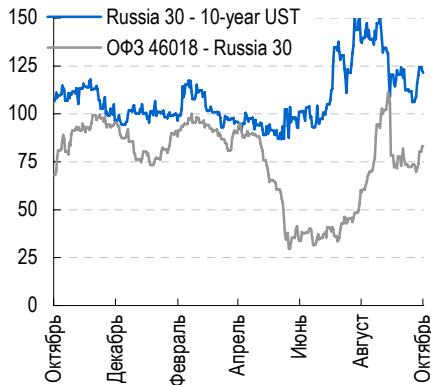
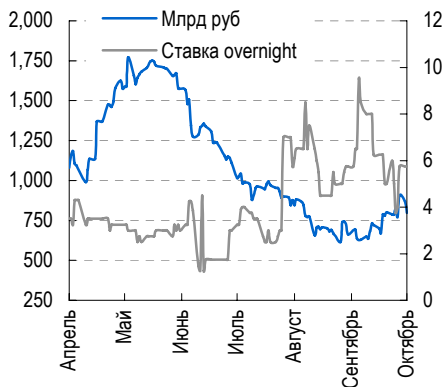


вторник, 23 октября 2007 г.

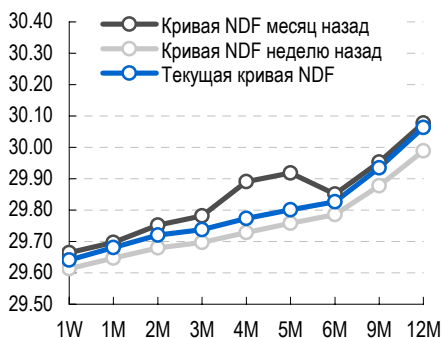
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

23 окт	Размещение руб. обл. ТКС-Банк-1
24 окт	Статистика по вторичному рынку жилья
24 окт	Размещение руб. обл. РФЦ-Лизинг-1
25 окт	Уплата акцизов, НДС
25 окт	Статистика по первичному рынку жилья
29 окт	Уплата налога на прибыль
7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2

Рынок еврооблигаций

- Доходности UST скорректировались вверх. СУЭК объявил о досрочном выкупе выпуска CLN. Наши комментарии к выпуску convertible от ИФД Капиталь (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- В ОФЗ и первом эшелоне небольшая фиксация прибыли. ВЭБ может начать покупать облигационные «голубые фишки». О Магнит-1 и ТКБ-2. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ТКС Банк (NR): комментарий к размещению (стр. 3)
- Вкратце: АвтоВАЗ (NR) опубликовал отчетность по МСФО за 2006 г. Как и в случае с некоторыми другими эмитентами CLN, аудит отчетности завершился с опозданием по сравнению с установленными сроками. Сама отчетность выглядит вполне достойно. Выручка АвтоВАЗа в 2006 г. составила 6.8 млрд. долл., рентабельность по EBITDA даже выросла (до 9.0% с 7.1% в 2005 г.). На начало 2007 г. компания сохраняла большой запас денежных средств (около 500 млн. долл.), а соотношение «Чистый долг/EBITDA» находилось на уровне 1.5x (1.9x в 2005 г.). Как следует из сегодняшних «Ведомостей», спрос на продукцию АвтоВАЗа пока не ослабевает. На наш взгляд, в ближайшие 1-2 года компания сохранит сильный кредитный профиль, а в стресс-сценарии сможет рассчитывать на господдержку. С точки зрения спредов к свопам долларовой AVAZRU 08 (9.4%) сейчас выглядит интереснее рублевых выпусков компании.
- Вкратце: Холдинг Марта (NR) продал сеть Гроссмарта австрийской REWE Group. (Источник: Интерфакс). Мы слышали, что сделка действительно готовится, но еще не завершена. В любом случае, мы считаем продажу Гроссмарта группе REWE очень вероятной, т.к. в ней заинтересованы обе стороны. От этой сделки во многом зависит способность холдинга выполнить свои обязательства по коротким рублевым облигациям (YTW 19-20%).
- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) начинает SPO, в ходе которого компания сможет выручить около 110 млн. долл. (Источник: Интерфакс). Безусловно, успешное завершение сделки снизит кредитный риск компании. На наш взгляд, SPO уже учтено в котировках ее облигаций (YTW 12.2%).
- Вкратце: До конца ноября 2007 г. ВЭБ получит от правительства 180 млрд. руб. и может разместить их на депозитах в российских госбанках (Reuters). Безусловно, это окажет поддержку денежному рынку. Степень поддержки будет зависеть от готовности госбанков делиться ликвидностью на рынке МБК/репо.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.41	+0.02	-0.21	-0.29
EMBI+ Spread, бп	206	+1	+11	+37
EMBI+ Russia Spread, бп	130	+3	+8	+34
Russia 30 Yield, %	5.64	0	-0.19	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.47	+0.03	-0.14	-0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	409.2	-23.5	-7.8	-256.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	388.2	-49.3	+141.4	+273.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	32.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.29	+0.75	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.63	-0.03	-0.04	-0.47
Нефть (брент), USD/барр.	83.3	-0.5	+4.0	+22.6
Индекс РТС	2099	-43	+73	+189

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: *Дмитрий Смелов, Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com*

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На рынке **US Treasuries** после затяжного ралли наступила небольшая коррекция – доходности бумаг выросли (**UST10** +26п; **UST2** +86п). Причина, по всей видимости, кроется в отскоке на американском рынке акций, а также желании инвесторов зафиксировать прибыль в **UST**.

Облигации сегмента **Emerging Markets** продолжают продавать: вчера их доходности выросли, а спрэд **EMBI+** расширился еще на 1 бп до 206бп. Возможно, эффект «flight to quality» усиливается ожиданиями снижения цен на нефть на новостях о попытках мирного урегулирования конфликта между Турцией и курдскими экстремистами.

На общем фоне выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.64%) смотрится неплохо – его котировки стабильны, а спрэд сократился до 120бп. В корпоративном сегменте мы отметили продажи в **RASPAD 12** (YTM 8.04%), **NOVORO 12** (YTM 7.62%), **GAZPRU 34** (YTM 6.47%), а также спрос в **IRKUT 09** (YTM 8.33%).

Вчера вечером стало известно о том, что в связи с реорганизацией корпорация **СУЭК** выставила offer по выпуску **CLN SUEK 08** (YTM 8.21%). Держатели бумаг, подавшие заявления об offer до 5 ноября, смогут исполнить опцион по 101.0, а с 5 по 20 ноября – по 100.5. Похоже, что после этой новости «offer» по **SUEK 08** просто передвинется со 100.75 до 101.0.

В США сегодня будет опубликован индекс деловой активности **Richmond Fed**, а также пройдет размещение привязанных к инфляции государственных бумаг. Завтра же ожидаются аукционы по 2- и 5-летним казначейским облигациям, а также данные по вторичному рынку жилья.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

По нашей информации, на днях завершилось размещение 3-летних облигаций **ИФД Капиталь (NR)**, конвертируемых в **ADR ЛУКОЙЛа**. Купон по облигациям составил 6.75%, объем по номиналу – 1,262 млн. долл. (Bloomberg ticker: CAEXFU). Наше прочтение условий эмиссии таково: конвертация обязательна для инвесторов (эмитент может выбрать денежный расчет), при этом покупатель бумаг получает дополнительную доходность в случае, если цена ADR ЛУКОЙЛа растет более чем на 150% по сравнению с котировками на момент размещения. Если же ADR падают более чем на 30%, держатель облигаций несет дополнительные убытки. Фактически инвестор вместе с облигацией покупает call-option (по цене 150%) и продает put-option (по цене 70%). По нашим оценкам, совокупная стоимость этих опционов близка к нулю. Таким образом, похоже, ИФД Капиталь привлек 3-летние обеспеченные деньги по сравнительно низкой цене (6.75%). Такой выпуск может быть интересен облигационным инвесторам, которые «верят» в акции ЛУКОЙЛа, но при этом не могут покупать отдельно опционы.

Рынок рублевых облигаций

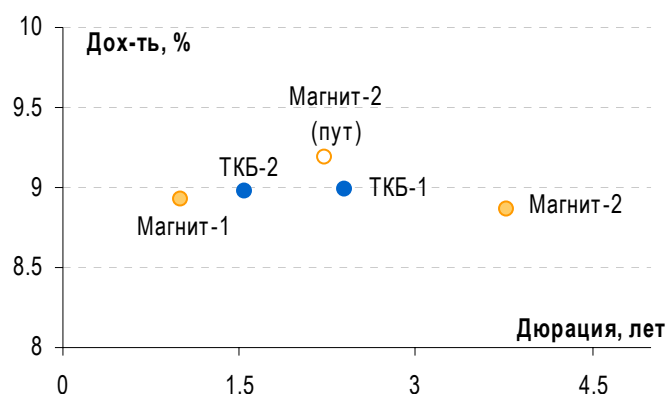
Аналитики: *Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com*

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Несмотря на начало активной стадии налоговых выплат, денежный рынок спокоен – ставки **overnight** вчера не поднимались выше 5%, а объем прямого **РЕПО** с ЦБ составил всего 3.7 млрд. рублей. К сегодняшнему утру суммарные остатки банков на корсчетах и депозитах в ЦБ составили 797.4 млрд. рублей (-72.8 млрд.). По оценкам наших валютных дилеров, ЦБ вчера не участвовал в валютных торгах. Курс бивалютной корзины сейчас составляет около 29.63 руб., т.е. примерно на 2-3 копейки выше «бида» ЦБ.

Активность на рублевом рынке облигаций в понедельник была довольно низкой, а торговые обороты – весьма скромными. В ОФЗ и первом эшелоне продолжилась неагрессивная фиксация прибыли. Во втором эшелоне мы отметили неплохой спрос на облигации розничных компаний (**Магнит-2**, **Копейка-3**, **Копейка-2**, **Детский мир-1**, **Банана-Мама-1**). Правда, это почти не сказалось на их котировках.

Покупки в выпуске **Магнит-2** (УТР 9.19%) мы уже отмечаем несколько дней подряд, а вот более короткий **Магнит-1** (УТМ 8.93%) остался, на наш взгляд, незаслуженно обойден вниманием – его спрэд к кривой NDF сейчас примерно на 30бп шире, чем у **2-го** выпуска. Кроме того, нам нравятся облигации **ТКБ-2** (УТР 8.98%), которые смотрятся привлекательно на фоне более длинных **ТКБ-1** (УТМ 8.99%). Напомним, оба выпуска Транскредитбанка попали в Ломбардный список.



Представитель Внешэкономбанка вчера сообщил, что инвестиционная декларация государственной управляющей компании (Пенсфонда) может быть вскоре расширена за счет облигационных «голубых фишек». Это хорошая новость для держателей «первого эшелона». Однако, точные сроки таких изменений пока неизвестны. Более «осязаемой» может быть другая форма поддержки ВЭБом рынка облигаций – через размещение избыточной ликвидности на счетах крупнейших госбанков (см. стр. 1).

НОВЫЕ КУПОНЫ И ПРОШЕДШИЕ ОФЕРТЫ

Вчера стали известны купоны до погашения по выпуску **Салаватстекло-2** (УТР 9.29%). Процентная ставка была установлена в размере 10.5% (ранее 9.28%). Вчера же состоялась оферта по выпускам **АЦБК-3** и **РКС-1**. Инвесторы предъявили к выкупу, соответственно, 57% и 53% от объема выпусков.

ТКС Банк (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа ТКС Банка объемом 1.5 млрд. руб., с погашением через 3 года и годовой офертой.

ТКС – небольшой частный российский банк, представляющий собой финансовый проект известного предпринимателя Олега Тинькова. На конец 3-го квартала капитал банка составлял около 500 млн. руб. (в т.ч. субординированный кредит на 165 млн. руб.). При этом сам г-н Тиньков декларирует общий объем инвестиций в проект на уровне 50 млн. долл. Миноритарным акционером ТКС недавно стал инвестбанк Goldman Sachs. Параметры сделки не раскрываются. Команду менеджмента ТКС возглавил выходец из Visa.

ТКС сосредоточился на продвижении одного продукта – кредитных карт. При этом ТКС работает по модели «виртуального» банка, т.е. обслуживание клиентов является удаленным, а расширение клиентской базы осуществляется посредством почтовой рассылки. Насколько мы понимаем, таким образом банк намерен минимизировать расходы на офисы (и, возможно, персонал). Для получения сведений о потенциальных клиентах банк приобретает различные базы данных (у предприятий ЖКХ, компаний розничной торговли, страховых компаний, туроператоров и т.д.). Целевой аудиторией банк называет «образованного и активного горожанина с доходом 500-1500 долл.». В качестве ориентира для «базовых ставок» в материалах к размещению обозначена цифра 36%.

Планируется, что основными источниками фондирования для ТКС Банка станут секьюритизация кредитного портфеля, привлечение кредитов и заимствования на рынках капитала. По итогам 2007 г. банк планирует нарастить ссудный портфель до 2.7 млрд. руб. и выйти на безубыточность. Активы ТКС на конец 2007 г. должны составить 4.7 млрд. руб., а еще через год – достичь 17.7 млрд.

Среди рисков для кредиторов ТКС Банка мы хотели бы выделить следующие: 1) отсутствие кредитной истории; 2) достаточно новую и ранее неопробованную бизнес-модель «виртуального» банка с фокусом на сегмент рискованного кредитования; 3) слабую капитализацию и неопределенность относительно источников пополнения капитала по мере роста кредитного портфеля банка; 4) высокий уровень конкуренции; 5) низкую диверсификацию пассивов и активов баланса; 6) неопределенность в отношении качества риск-менеджмента. Последнее особенно беспокоит в связи с предположительно высоким уровнем просрочки по кредитам (по нашим расчетам, около 26% по итогам 9 мес. 2007 г.). Кроме того, мы считаем, что в отличие от абсолютного большинства российских банков, представленных на рынке облигаций, в отношении ТКС Банка очень низка вероятность системной поддержки или equity-сделки в стресс-сценарии. Банк не вовлечен в сегмент МБК и не имеет большого количества депозитов физлиц, т.е. мотивация регулятора по спасению такого банка невелика. В отсутствие выстроенной региональной инфраструктуры банк пока малоинтересен более крупным игрокам как объект поглощения.

Факторами «комфорта» для необеспеченных кредиторов ТКС Банка пока являются акционеры (Олег Тиньков и GS), предположительно профессиональный менеджмент, а также высокие процентные ставки по кредитным картам.

По нашим оценкам, доходность по необеспеченному долгу, предоставленному такому заемщику, должна быть не намного ниже той, на которую рассчитывают инвесторы при вложении в акционерный капитал нового проекта. Сколько это, сказать сложно. Отметим лишь, что средняя отдача на капитал в российских банках (по нашим оценкам) составляет около 20%.

Ключевые финансовые показатели ТКС Банка, РСБУ

млн. руб.	9М2007 г.	2007 прогноз менеджмента	2008 прогноз менеджмента
Собственный капитал	332	-	-
Активы	504	4 200	17 700
Ссудный портфель	281	2 600	14 000
Чистая прибыль	1.7	-	-
Основные коэффициенты			
Рентабельность собственного капитала	0.7%	-	-
Уровень просрочки	26%	≤12%	≤12%

Источник: ТКС Банк, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента 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

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

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

Редакторы

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Муллиндер	Andrew.Mullinder@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, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.