

Федеральная налоговая служба РФ предъявила претензии Северо-Западному телекому на сумму 20 млн руб по итогам налоговых проверок за 2001-2003 годы. Представитель компании заявил, что претензии налоговиков касаются исчисления затрат СЗТ на услуги консультанта по реорганизации компании. Компания уже обжаловала в суде претензии ФНС. Сейчас налоговики проверяют исчисление налога на прибыль СЗТ за 2003 год. В 2005 году СЗТ планирует рост консолидированной выручки на 15% до 20.1 млрд руб, EBITDA на 23% до 4.8 млрд руб, чистой прибыли - на 13% до более чем 1.5 млрд руб.

АФК Система намерена претендовать на весь государственный пакет акций телекоммуникационного холдинга Связьинвест в размере 75% минус одна акция, который может быть продан во второй половине 2005 года, и оценивает его в \$3-4 млрд. Ранее АФК Система привлекла за счет IPO 19% своих акций порядка \$1.56 млрд.

Алроса увеличила прогноз чистой прибыли (с учетом дочерней компании Алроса-Нюрба) по РСБУ на 2005г до 13.2 млрд руб с 13.055 млрд руб. Выручка Алроса (с учетом дочерней компании Алроса-Нюрба) может вырасти в 2005 году до \$2.792 млрд. Объем капитальных вложений может составить в 2005 году порядка 13.98 млрд руб, кроме того 1.6 млрд руб предполагается направить на финансирование геологоразведочных работ. Ранее сообщалось, что выручка Алроса, рассчитанная по МСФО, может увеличиться в 2004 году до \$2.473 млрд с \$1.821 млрд в 2003 году. При этом неконсолидированный долг компании к 1 января 2005 года сократится до \$1.1 млрд с \$1.2 млрд на начало года.

В четверг (17 февраля) в Гонконге начнется road-show 3-летних еврооблигаций Московского Банка Реконструкции и Развития, крупнейшим акционером которого является АФК Система.

ОАО НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон" намерено выпустить 3-ий выпуск 1.5-летних облигаций на 400 млн руб.

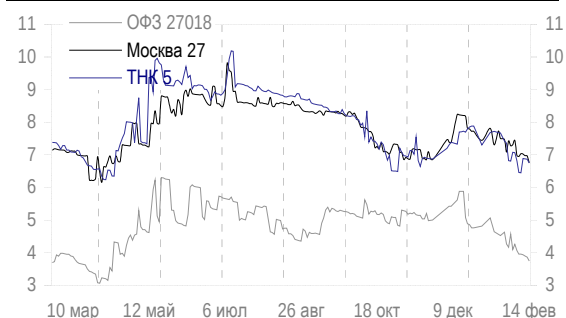
Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

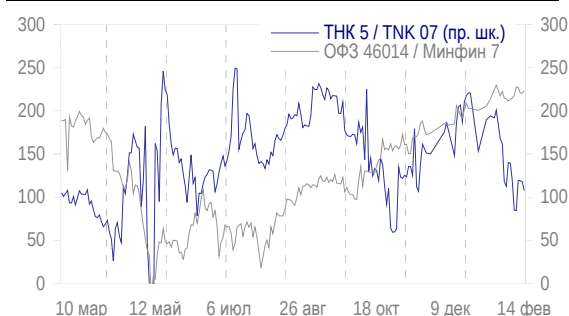
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

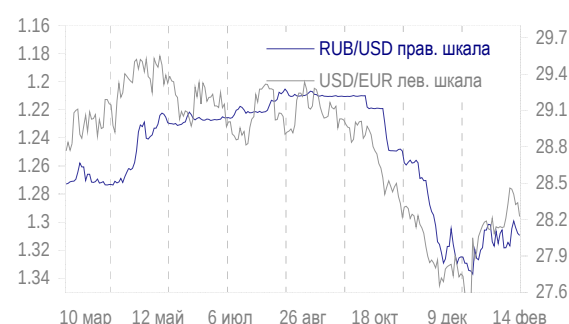
Доходности индикативных облигаций, %



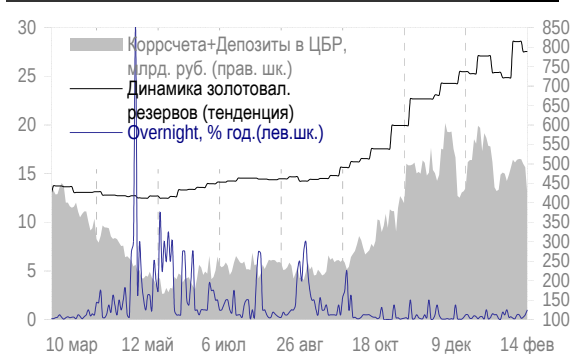
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



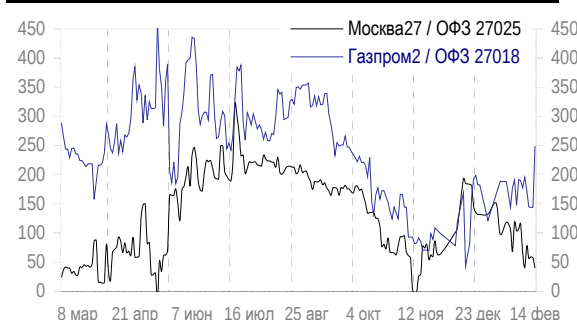
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Спрэды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



В понедельник активность на рынке была минимальной, ценовые изменения носили преимущественно индикативный характер. В первом эшелоне наблюдались неагрессивные покупки облигаций Газпрома и близких по дюрации к Газпром-4 выпусков Москвы. Во втором эшелоне преобладали точечные сделки без четко выраженного тренда на фоне минимальной активности торгов. Инвесторы в отсутствии значимых движущих факторов ждут результатов завтрашнего аукциона по 5-летнему рублевому выпуску Газпрома и реакции внешних рынков (в силу минимальной сложившейся доходности рублевых облигаций и узких спредов — базовыми активами для рынка сейчас являются рынок евробондов и внешний валютный рынок) на завтрашнее выступление главы ФРС в сенате США. Однако мы не ждем существенных движений рынка в ближайшей перспективе и ожидаем дальнейшей консолидации. С одной стороны, возможный upside будет компенсирован фундаментально низким уровнем ставок рублевого рынка и узким спредам к стагнирующему сектору ОФЗ. С другой стороны, возможный downside компенсируется постоянно растущей рублевой ликвидностью и инвесторов. В силу этого, максимум, на что сейчас способен рынок — это краткосрочные спекулятивные движения в узком коридоре по доходности.

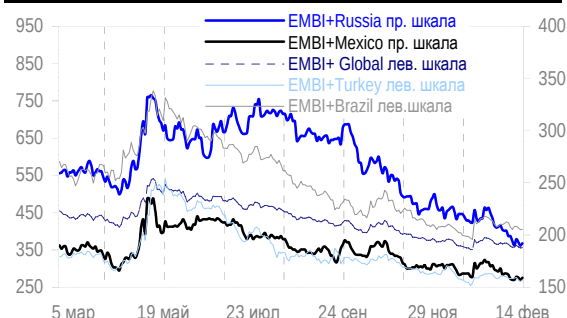
В секторе госбумаг котировки лидера по обороту ОФЗ 25057 выросли на 0.05%, цены остальных выпусков индикативно снизились на 0.1-0.2%, общий уровень кривой доходности длинных выпусков вырос на 3 б.п. до 7.5-7.99% годовых. В секторе облигаций Москвы продолжаются крупные покупки короткого 24-го выпуска, что может объясняться выкупом правительства Москвы, которое недавно обнародовало результаты по выкупу 28 и 34 выпусков. Среди остальных выпусков лучшую динамику показали 38 и 41 выпуски (дюрация 4.6 и 4.4 лет соответственно), что стало попыткой игры на повышение перед аукционом по 5-летнему выпуску Газпрома. В секторе корпоративных «фишек» лидерами по обороту стали облигации Газпрома, котировки которых выросли на 0.1-0.2%. Относительно большой оборот прошел по 2-му выпуску Русала, цены которого выросли на 0.1%. Во втором эшелоне стоит отметить неплохую динамику облигаций Сибирьтелекома и УРСИ. Котировки СЗТ-2 в силу низкой ликвидности практически не отреагировали на появление налоговых претензий, уровень котировок на покупку снизился на 1 п.п., а уровень котировок на продажу остался практически на месте.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

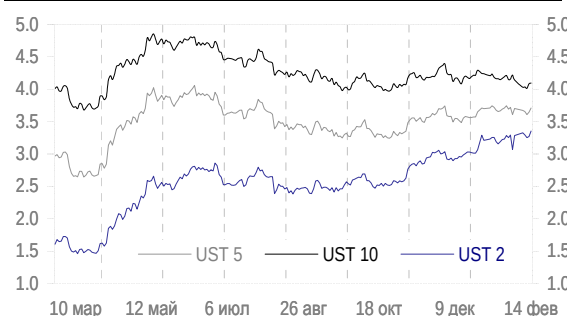
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном выражении против доллара в 2005 г., что так же снижает интерес к рублевым облигациям. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.». Тем не менее, ожидаемый нами рост доходности в условиях сохранения избыточной ликвидности делает насущным не общее сокращение портфелей рублевых облигаций, а реформирование портфелей в пользу наиболее эффективных бумаг в условиях роста доходности. В этих условиях инвесторы вынуждены обращать больше внимания на облигации второго эшелона, которые имеют важное преимущество — как правило все они имеют короткую или среднюю дюрацию при высокой доходности относительно высококлассных заемщиков.

Среди качественных эмитентов мы по-прежнему выделяем облигации АИЖК, которые по нашему мнению имеют лучшие перспективы среди большинства облигаций в 2005 г. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста.» от 13 сентября 2004 г.

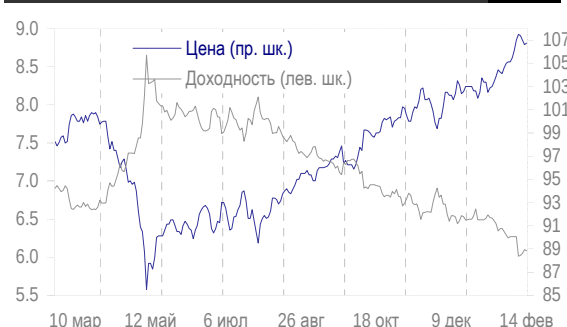
Спрэды EMBI+, б.п.



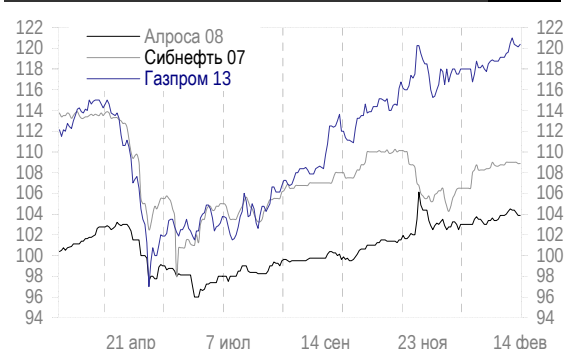
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



Спрэды дох-сти корп. еврооблигаций, б.п.



Мировой рынок облигаций погрузился в спячку в отсутствие макроэкономической статистики по США и ожидая завтрашнего выступления главы ФРС США в Сенате США. Доходность 10Y UST колебалась вчера в диапазоне 4.07-4.10% годовых, но при этом до нового 3-х летнего максимума выросла доходность коротких 2Y UST (3.34% годовых).

На этом фоне цены еврооблигаций РФ стабилизировались около своих исторических максимумов, а спрэды около своих исторических минимумов. Россия-30 весь день простояла около отметки 106.750 при спреде 200 б.п.

Сегодня вечером рынок может показать какое либо движение после публикации экономической статистики по США. В частности, будут опубликованы Empire Manufacturing (индекс деловой активности), Retail Sales и Нетто-покупки иностранными инвесторами активов в США.

С начала года мы рекомендовали инвесторам держать в основном нехеджированные длинные позиции в еврооблигациях РФ (мы ждали заметного сужения странового спреда РФ и стабильную конъюнктуру рынка US Treasuries). Но после того, как доходность US Treasuries резко упала, а наши ожидания по заметному сужению странового спреда России остаются, мы советуем инвесторам сохранять длинные позиции в еврооблигациях РФ, но часть позиции захеджировать открытием коротких позиций в US Treasuries, т.к. риск роста доходности UST с этих низких уровней заметно вырос. В случае дальнейшего снижения доходности US Treasuries, мы будем рекомендовать хеджировать 100% длинных позиций в еврооблигациях РФ за счет коротких позиций в UST.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы позитивно смотрим на конъюнктуру рынка еврооблигаций РФ в 2005 г., ожидая заметного падения спрэдов к US Treasuries по итогам года. *Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.*

Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спрэдов длинных еврооблигаций РФ минимум на 60-80 б.п. к концу года на позитивной рейтинговой и экономической динамике РФ в 2005 г. Риск роста доходности длинных US Treasuries мы оцениваем как умеренный в 2005 г. (не более 70 б.п. к концу года - до 4.90% годовых по 10Y UST). Поэтому, большую часть покупок еврооблигаций РФ мы рекомендуем делать напрямую без хеджирования и лишь незначительную часть можно захеджировать через короткие позиции в US Treasuries.

Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спрэды к 1Y Libor находятся в диапазоне 500-900 б.п. Данный актив выглядит крайне привлекательным в условиях потенциально агрессивного роста краткосрочных ставок в США, а крайне высокие спрэды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

Адрес 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.
Телефон / Факс Инвестиционный департамент МДМ-Банка <http://invest.mdmbank.ru/>
 (+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250

Reuters MDMB
Bloomberg MDMG

**Заместитель Председателя Правления
 Инвестиционный блок**

Алексей Панферов

Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами	Начальник управления		
	Игорь Суханов	(+7 095) 795 25 21	sukhanov@mdmbank.com
	Отдел продаж долговых инструментов		bond_sales@mdmbank.com
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	leremina@mdmbank.com
	Дмитрий Омельченко	(+7 095) 363 55 84	omelchenko2@mdmbank.com
	Наталья Ермолицкая	(+7 095) 960 22 56	ermolitskaya@mdmbank.com
	Отдел торговли долговыми инструментами		Reuters Code: MDMB
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	nikonov@mdmbank.com
	Александр Зубков	(+7 095) 795 25 21	alexZ@mdmbank.com
	Евгений Лысенко	(+7 095) 795 25 21	lysenko@mdmbank.com
Отдел РЕПО			
Алексей Базаров		(+7 095) 795 25 21	bazarov@mdmbank.com
Наталья Храброва		(+7 095) 795 25 21	hrabrova@mdmbank.com

Отдел кредитных исследований	Евгений Попов	(+7 095) 795 25 21	popovE@mdmbank.com
-------------------------------------	---------------	--------------------	--

Анализ рынка облигаций	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	bond_research@mdmbank.com
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	gusevD@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.