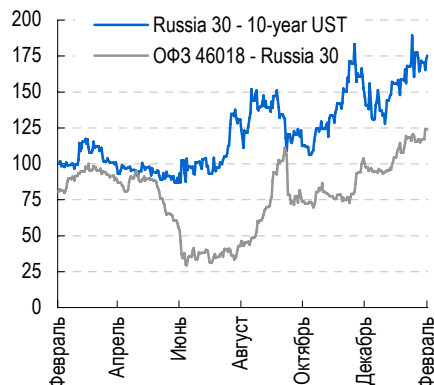


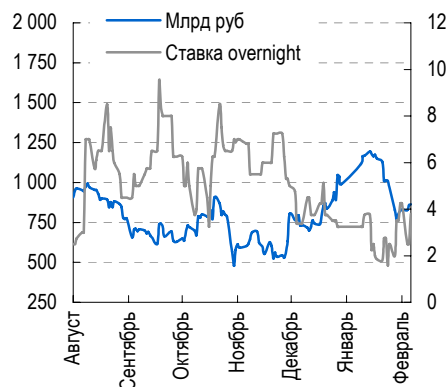
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 6 февраля 2008 г.

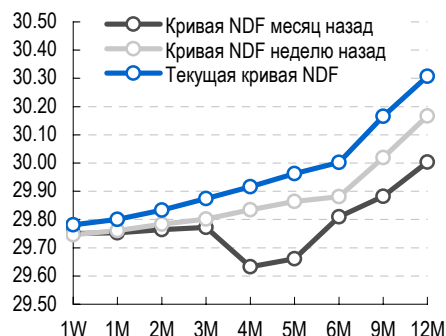
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

6 фев	Размещение ОФЗ-46021 (10 млрд. руб.)
6 фев	Размещение ОФЗ-25062 (10 млрд. руб.)
6 фев	Размещение руб. обл. Москва-49
7 фев	Статистика по потреб. кредитам в США
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-2
12 фев	Размещение руб. обл. ВТБ24-2
12 фев	Размещение руб. обл. Далур-1
14 фев	Публикация торгового баланса США

Рынок еврооблигаций

- Публикация слабого индекса **ISM** спровоцировала новую волну «бегства к качеству». Новые размещения: **Банк Москвы, ЮТК, Турция** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Продажи усиливаются. Размещение **ТГК-10** – повод для продаж в облигациях **ОГК/ТГК**. О сегодняшних аукционах от **Минфина** и правительства **Москвы** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Холдинг РБК (В+)** привлек кредит на **45 млн. долл.** (Источник: Ведомости). Никакой угрозы нарушения ковенант выпуска **CLN** нет (стр. 4)
- **Вкратце: Госкорпорация Роснотех (NR) ожидает выхода пакета постановлений правительства**, которые разрешат ей начать размещение временно свободных средств – около 130 млрд. руб. Пока эти деньги находятся на счетах в Федеральном казначействе. Их планируется разместить на депозитах и в 2008 г. получить в виде процентного дохода около 5 млрд. руб. (Источник: Коммерсантъ). Мы предполагаем, что на все бюрократические действия, которые должны предшествовать попаданию средств «институтов развития» в банковскую систему, уйдет еще не меньше 2-3 месяцев. Влияние «институтов развития» на денежный рынок и конъюнктуру рынка рублевых облигаций будет, безусловно, позитивным. Степень этого влияния будет зависеть от условий размещения средств (сроки, ставки). Так, например, остатки средств бюджета, похоже, будут размещаться Минфином на короткий срок (1 неделя) и под ставку не менее 7%. О негативных «побочных эффектах» господдержки для рынка рублевых облигаций см. наш специальный комментарий от 31 января.

- **Вкратце: Инфляция в России в январе составила 2.3%** (Источник: Росстат). На наш взгляд, высокая январская инфляция уже «учтена» в предпринятых Центробанком 1 февраля действиях по ужесточению денежно-кредитной политики. Поэтому для прогнозирования дальнейшей политики ЦБ важными будут цифры по инфляции в последующие месяцы.

- **Вкратце: S&P повысило рейтинг АК АЛРОСА на 1 ступень до «ВВ» в связи с близким завершением процесса «федерализации» компании.** Еврооблигации **ALROSA 14 (7.12%)** вчера очень вяло отреагировали на новость. Мы пока не видим потенциала сужения спредов данного выпуска. Компания, весьма вероятно, будет демонстрировать рост долговой нагрузки. Новые долговые сделки от АК АЛРОСА тоже не исключены.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.57	-0.08	-0.30	-0.46
EMBI+ Spread, бп	280	+10	+24	+41
EMBI+ Russia Spread, бп	176	+7	+13	+29
Russia 30 Yield, %	5.30	0	-0.13	-0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.54	0	+0.07	+0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	500.3	-1.2	-340.0	-388.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	362.2	+7.2	+213.2	+247.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	66.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.36	+0.11	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.83	+0.06	+0.16	+0.19
Нефть (брент), USD/барр.	88.8	-1.7	-8.0	-5.1
Индекс РТС	1967	-46	-324	-324

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Основным событием, определившим вчера вектор движения финансовых рынков по всему миру, стала публикация откровенно слабого значения **индекса ISM** в сфере услуг. Его значение на уровне 44.6 пункта свидетельствует о серьезном спаде в экономике США. На этих новостях в **US Treasuries** начались покупки, и доходности резко упали: **10-летние ноты** завершили день с доходностью 3.57% (-8 бп.), **2-летние** – 1.92% (-15 бп.).

Все активнее слышны разговоры о вероятности очередного досрочного понижения **ставки ФРС**. Исходя из котировок фьючерсов, все без исключения участники рынка уверены, что уже на следующем заседании **ФРС ключевая ставка** будет снижена как минимум на 50бп, а четверть инвесторов убеждены в еще более радикальном снижении – на 75 бп. В пользу того, что **FED RATE** будет снижена, говорит и опубликованное в понедельник исследование **ФРС**. Согласно ему, банки в США ужесточают критерии выдачи кредитов и одновременно повышают ставки.

В сегменте **Emerging Markets** – продажи, спрэд **EMBI+** расширился на 10 бп до 280бп. На российском рынке ситуация аналогична: до публикации макроэкономических данных особых изменений не происходило, был даже виден спрос на выпуски короткой дюрации, но сразу после публикации индекса **ISM** последовали продажи. Спрэд **RUSSIA 30** (YTM 5.30%) расширился до 177 бп., а наиболее ликвидные облигации первого эшелона потеряли в цене до 0.5 пп.

Мы не исключаем, что сегодня тенденция «бегства к качеству» продолжится. Мы продолжаем считать разумной игру на расширении спреда между короткими и длинными UST, т.е. увеличении наклона кривой UST.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Банк Москвы (A3/BBB) все же приступил к размещению выпуска еврооблигаций, номинированных в швейцарских франках. Объем составит CHF150 млн., ориентиры по купону – Mid Swaps + 370 бп. (соответствует доходности в 6.25%). Стоит отметить, что сейчас выпуск со сходной дюрацией **BKMO SC 10**, номинированный в долларах, торгуется со спрэдом свопам на уровне 325 бп. В то же время, выпуск в швейцарских франках не менее крепкого банка – **PCXB** (A3/BBB+) – сейчас индикативно торгуется на уровне свопы плюс 330-350бп.

Компания **ЮТК** (B1/B) объявила о выпуске 5-летних CLN на сумму RUB3.5 млрд. Купон составит 9% годовых. Пока не до конца ясно, в какой валюте будут номинированы ноты и предполагается ли оферта. Для рублевого долга эта ставка не выглядит очень уж привлекательной – к примеру рублевый выпуск **ЮТК-3** (с существенно меньшей дюрацией и входящий в список A1) торгуется сейчас с доходностью 8.66%. Если же выпуск будет номинирован в долларах, то ставка, в принципе, более-менее адекватна. Хотя понять в текущей ситуации, какова справедливая стоимость риска для эмитентов за пределами **high grade**, очень и очень сложно. Достаточно вспомнить, что от дебютного выпуска **Реновы** (Ba2/BB) в январе требовали доходность чуть ли не на уровне 10% (Источник: Ведомости).

Вчера утром прошла информация о том, что **Турция** собирается разместить 30-летние евробонды объемом до USD2 млрд., и в ближайшее время объявит об этом официально. Впрочем, возможно, в связи с неблагоприятной ситуацией на рынках, выпуск будет отложен на некоторое время.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

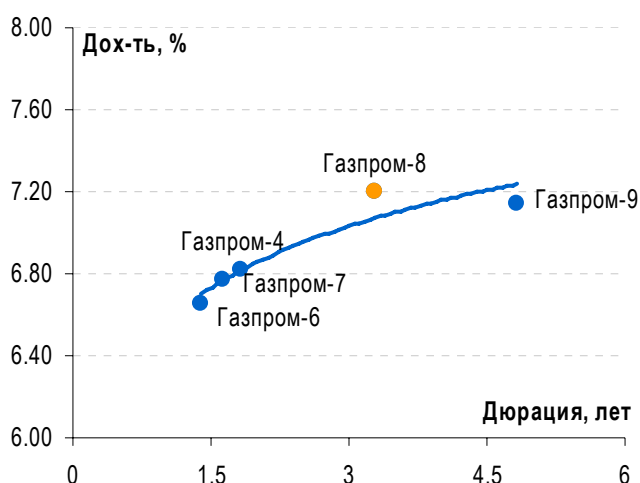
Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В рублевых облигациях продолжается снижение котировок. Факторов много – это и пятничные действия ЦБ, и новые размещения, и неутешительная динамика курса бивалютной корзины. Сегодня мы уже хотели было поговорить о небольшом укреплении рубля к корзине, наблюдавшемся вчера (до 29.76). И даже предположили, что продажи валюты могли быть спровоцированы выходом январских данных по инфляции и связанными с этим надеждами на укрепление рубля... Однако сегодня утром бивалютная корзина вновь вернулась к отметке 29.81 (+20 коп. к биду ЦБ).

Немногочисленные покупатели остались лишь в некоторых выпусках 2-го эшелона, а наиболее ликвидные выпуски **1-го эшелона** вчера потеряли порядка 20-30бп. Аналогичная картина наблюдалась и в сегменте **ОФЗ**, больше всех просел **ОФЗ 46021** (УТМ 6.41%, -35бп).

В рубрике «**торговые идеи relative value**» мы бы хотели обратить внимание на выпуск **Газпром-8** (УТМ 7.20%) – сейчас он несколько выбился из собственной кривой. Правда, в нынешних условиях, на наш взгляд, более вероятен сдвиг остальных выпусков вверх, нежели наоборот. Поэтому, наверное, **Газпром-8** в большей степени можно рассматривать как защитный актив.



НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: ОФЗ, ТГК-10, Москва...

Сегодня Минфин проведет доразмещение **ОФЗ 46021** на 10 млрд. рублей, а также аукцион по новому выпуску **ОФЗ 25062** на ту же сумму. Дюрация последнего, по нашим оценкам, составит около 3-х лет, таким образом, **ОФЗ 25062** встанет примерно посередине между **ОФЗ 25059** (УТМ 6.05%) и **ОФЗ 46002** (УТМ 6.10%). Довольно любопытно, как пройдет аукцион: насколько участникам рынка будет интересна доходность ниже аукционной ставки прямого **репо** ЦБ? Насколько щедрым будет Минфин? Мы воздержимся от прогнозов. Итоги последних аукционов показали, что ОФЗ все чаще размещаются «не в рынок».

Еще одно интересное размещение начинается в корпоративном сегменте. Новый выпуск облигаций **ТГК-10** (NR) размещается по новой для рублевого рынка схеме «букбилдинга». В ближайшее время организатор закончит прием заявок на свой новый 5-летний выпуск (предусмотрен годовой пут-опцион) на 5 млрд. рублей. Интересно, что купон прогнозируется на уровне 9.50-10.00% (УТР 9.73-10.25%). На наш взгляд, это может послужить сигналом к резкой переоценке облигаций энергетических компаний и привести к продажам. При этом мы не считаем предлагаемую доходность по ТГК-10 «суперпривлекательной». Эмитент без рейтинга не имеет шансов на попадание в **Ломбардный список**. Если у вас нет «аллергии» на банковский риск (нам он нравится), то почему бы не приобрести размещаемые на днях годовые бумаги

Банка Москвы (BBB/A3) или **Банка Возрождение** (Ba3)? В первом случае, насколько мы понимаем, доходность облигаций будет близкой к 9%, во втором – около 10%. И это «репюемые» в ЦБ облигации.

Наконец, сегодня также пройдет аукцион по выпуску **Москва-49**. По нашим оценкам, это будут самые длинные облигации города – дюрация составит порядка 6.8 лет. Мы не понимаем, зачем кому-то нужны рублевые бонды (не ОФЗ) с доходностью ниже 7%. Мы не исключаем, что инвесторы попросят именно такую доходность, а выпуски **Москва-39** (6.65%) и **Москва-44** (6.70%) неизбежно скорректируются вниз по цене.

В заключение, обращаем внимание на увеличение «навеса» новых размещений: **Райффайзенбанк** (BBB+/A-/Baa2) готовит три выпуска облигаций суммарно на 20 млрд. рублей. Срок обращения всех серий составит 5 лет.

РБК (B+) привлек кредит на 45 млн. долл.; угрозы нарушения ковенант нет

Аналитик: Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Газета «Ведомости» сегодня сообщила о том, что медиа-холдинг РБК привлек кредит на 45 млн. долл. (в рамках кредитной линии на 200 млн. долл.). В связи с этим газета рассуждает о риске нарушения компанией ковенанты выпуска CLN, ограничивающей уровень долговой нагрузки.

Мы бы хотели сделать два утверждения: во-первых, РБК имеет хороший запас финансовой гибкости в рамках своей долговой ковенанты по выпуску CLN; во-вторых, с точки зрения «кредитных метрик», компания продолжает выглядеть очень устойчивой.

В декабре 2007 г. РБК успешно привлек около 187 млн. долл. за счет размещения допэмиссии акций (SPO). Благодаря этому компания, по нашим оценкам, завершила год с отрицательным или близким к нулю значением чистого долга. Капитал компании, по нашим оценкам, составляет сейчас не менее 350 млн. долл. Эти цифры свидетельствуют об очень большом «запасе прочности» в финансовом профиле РБК. Что же касается ковенанты, то она сформулирована как «Чистый долг/EBITDA < 4.0», а не «Долг/EBITDA < 4.0». Поэтому никакой угрозы ее нарушения по итогам 2007 г., очевидно, нет. Мы полагаем, что и в 2008 г. этот риск невелик.

Декабрьская допэмиссия акций, на наш взгляд, должна снять все опасения по поводу вероятного роста долговой нагрузки компании из-за активных инвестиций в Интернет-сегменте. В случае, если инвестиционные аппетиты РБК будут слишком значительными, компания, вероятно, вновь обратится за финансированием на рынок акционерного капитала.

Мы рассматриваем CLN RBC 09_08 (YTW 11-12%) как хороший «защитный» выпуск в текущей конъюнктуре.

Ключевые финансовые показатели РБК

USD млн., МСФО	2005	2006	2007-оценка
Выручка	104.8	207.8	170-180
EBITDA	34.8	54.5	н/д
EBITDA margin	33.2%	26.2%	н/д
Долг	18	111	≈ 120-150
Чистый долг	(30.4)	(-22)	<0
Собственный капитал	106	150	≈ 350

*Источник: данные компании, *оценки 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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com

Телекомы

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

Электроэнергетика

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

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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, 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.