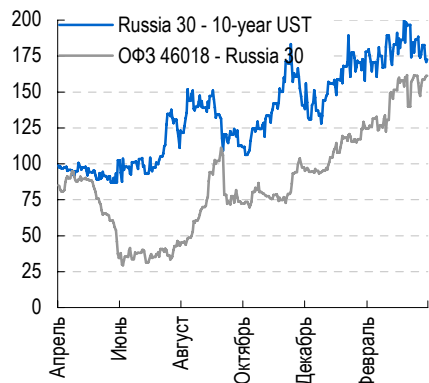


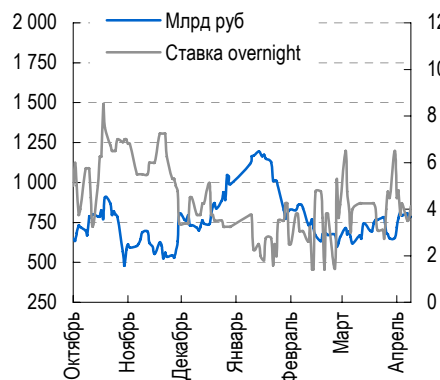
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 9 апреля 2008 г.

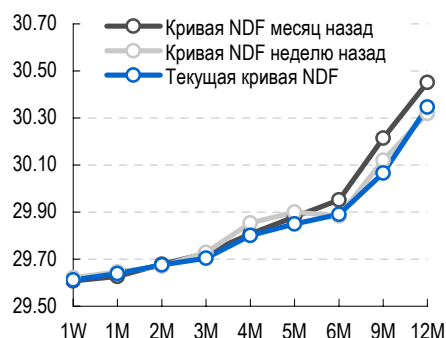
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

9 апр	Аукцион ОФЗ-25062 (6 млрд. руб.)
9 апр	Аукцион ОФЗ-46021 (9 млрд. руб.)
9 апр	Статистика по товарным запасам за февраль
9 апр	Размещение руб. обл. УРСИ-8
10 апр	Статистика по розничным продажам за март
10 апр	Размещение руб. обл. Сорус-2
11 апр	Индекс доверия потребителей (Мичиган)
15 апр	Уплата акцизов, ЕСН, страховых выплат

Рынок еврооблигаций

- Снова плохие новости, но рынок реагирует сдержанно
- О рисках «агфляции»
- ВТБ может разместить новый выпуск (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынку понравились новости от Минфина. Обращаем внимание на НПО Сатурн-2
- О сегодняшних доразмещениях ОФЗ и облигаций Москвы (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Деньги госкорпораций теперь точно пополняют рублевую ликвидность, а ключевые ставки Центробанка могут быть повышены. Об этих и других новостях от Минфина и ЦБ – наш комментарий на стр. 4.
- УРСИ (NR/BB-/B+): комментарий к размещению (стр. 4)
- Вкратце: Ведомости сегодня вновь поднимают тему контроля Правительства Москвы (Baa1/BBB+) над Банком Москвы (A3/BBB). Мы полагаем, что проблема несколько надумана. На самом деле банк остается «опорным» финансовым институтом Москвы, и у администрации города достаточно рычагов влияния на него. В то же время, постоянные спекуляции на эту тему могут способствовать постепенной потере банком своего квазисуверенного статуса в глазах рейтинговых агентств и держателей облигаций, а спрэды еврооблигационных выпусков VKMOSC к кривой ВТБ/Сбербанка могут расширяться.
- Вкратце: Мечел (NR) объявил о приобретении румынской компании Ductil Steel за 211 млн. долл. По нашим оценкам, эта сделка не окажет существенного влияния на кредитный профиль Мечела. Недавно металлургическая группа сделала гораздо более крупные приобретения (Якутские угольные активы, Oriol), рефинансировать которые она планирует путем выпуска привилегированных акций, а также с помощью IPO горнодобывающего сегмента. Реакция в малоликвидных облигациях Мечела маловероятна.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.56	+0.02	+0.03	-0.47
EMBI+ Spread, бп	282	-1	-14	+43
EMBI+ Russia Spread, бп	174	-1	-15	+27
Russia 30 Yield, %	5.27	0	-0.10	-0.24
ОФЗ 46018 Yield, %	6.88	+0.01	0	+0.41
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	531.8	+2.5	+65.9	-356.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	253.3	+3.9	+101.2	+138.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	61.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.79	+0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.03	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	106.3	-0.8	+3.9	+12.4
Индекс РТС	2090	-14	+77	-201

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

СНОВА ПЛОХИЕ НОВОСТИ, НО РЫНОК РЕАГИРУЕТ СДЕРЖАННО

Вчера рынки получили очередную порцию плохих новостей. Пара компаний в **США** анонсировали слабые результаты, статистика по продажам жилья и индекс экономического оптимизма оказались хуже ожиданий, а **МВФ** опубликовал удручающий прогноз последствий финансового кризиса, оценив возможные убытки и списания банков в 965 млрд. долл.

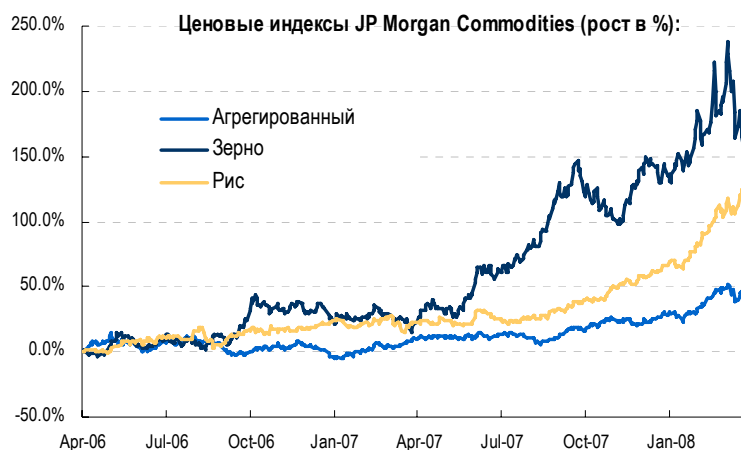
Опубликованная вечером **стенограмма** последнего заседания **ФРС** добавила мрачных красок – чиновники отметили замедление роста практически во всех секторах экономики США, высокую инфляцию, а также упомянули о вероятности серьезного и длительного спада (*downturn*).

На этом фоне усилились ожидания участников рынка в части снижения **FED RATE**. Сейчас, исходя из котировок фьючерсов, 42% инвесторов ожидают снижения ставки на следующем заседании сразу на 50 бп (позавчера таких было лишь чуть больше трети). Наклон кривой **US Treasuries** снова начал расти – короткие бумаги вчера покупали, а длинные несколько потеряли в цене. 10-летняя нота торговалась под конец дня с доходностью 3.56% (+2 бп.).

Вместе с тем, на наш взгляд, реакция инвесторов могла бы быть более эмоциональной. В последние недели рынки (и акций, и **UST**) демонстрируют удивительную устойчивость (*resilience*) к плохим новостям. Нам сложно судить о том, как долго это может продлиться.

РИСК «АГФЛЯЦИИ»

В последнее время появляются новости о росте мировых цен на продукты питания и сельскохозяйственную продукцию (*soft commodities*). На этой неделе горячо обсуждается тема дефицита риса, а **Венесуэла**, например, вчера повысила прогноз инфляции на нынешний год до внушительных 19.5%. Появился и новый термин – «агфляция», т.е. инфляция, спровоцированная ростом цен на сельхозпродукцию.



Рост потребления в развивающихся странах в условиях ограниченного предложения (а в последнее время все больше экспортеров – **Китай, Индия, Египет** – вводят квоты на с/х продукцию) грозит повышением процентных ставок и замедлением темпов экономического роста в странах Emerging Markets, которые пока «вытягивают» мировую экономику из глобальной рецессии.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На российском рынке вторник прошел не очень активно. **RUSSIA 30** (YTM 5.27%) торгуется около 115 1/2 пп., спрэд – 171 бп. В корпоративном сегменте рост сменился небольшой коррекцией. Котировки наиболее ликвидных выпусков снизились на 1/8 - 1/4 пп. Новый выпуск **Грузии** вчера по-прежнему пользовался спросом – котировки достигли 101 1/2 пп (YTM 7.14%).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

По сообщениям агентства Reuters, **ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) на следующей неделе планирует размещение нового выпуска евробондов на сумму до 1 млрд. долл. Видимо, банк пытается успеть в открывшееся «окно» для новых размещений. Так или иначе, новость может оказать давление на котировки длинных российских еврооблигаций.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЬ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ

Ничем особенным вторник не запомнился. Активность торгов была невысокой, а движения котировок – незначительными. Ситуация с рублевой ликвидностью остается вполне комфортной, а ставки денежного рынка держатся на уровне 3-4%. По оценкам наших дилеров, ЦБ с пятницы не был замечен в валютных интервенциях.

В первой половине дня участники рынка были больше настроены на фиксацию прибыли, особенно это было заметно в облигациях **1-го эшелона**, где, например, длинные выпуски **АИЖК** потеряли в цене порядка 15-20бп. Однако после хороших новостей от Минфина (см. комментарий ниже) рынок несколько воспрял духом. Спросом пользовались **Седьмой континент-2** (УТР 9.78%, +27бп), **ЛК Уралсиб-1** (УТР 11.55%, +198бп) и **НПО Сатурн-3** (УТР 11.43%, +50бп). На фоне последнего привлекательно выглядит **2-й выпуск Сатурна** (УТР 12.63%, +27бп).

Сегодня **Минфин** проведет доразмещения 2-х выпусков **ОФЗ: 46021** – на 9 млрд. рублей, и **25062** – на 6 млрд. рублей. Мы ожидаем, что бумаги вновь по большей части уйдут «мимо рынка».

Сегодня же правительство **Москвы** проведет доразмещение **46-го выпуска** (6.8%) на 10 млрд. рублей. Мы слышали, что **Москомзайм** готов предложить доходность на уровне 7.0% (+20бп премии). Это, конечно, хороший «прогресс», но мы по-прежнему не видим смысла покупать эти облигации. **Москва** не последний раз выходит на рынок, и каждый раз премия будет давить на котировки вторичного рынка. Поэтому лучше по-прежнему смотреть на более короткие и гораздо более доходные выпуски из **Ломбардного списка**.

Наш комментарий к сегодняшнему размещению облигаций **УРСИ** можно увидеть на стр. 4-5.

КУПОНЫ И ОФЕРТЫ

Вчера состоялась оферта по выпуску **Зенит-4. Интерфакс**, со ссылкой на банк, сообщает, что было выкуплено порядка 90 млн. рублей. Эта цифра выглядит странно, т.к., согласно данным биржи, вчера оборот в этом выпуске составил около 3.3 млрд. рублей.

Вчера были объявлены новые купоны по облигациям **РМБ-1** (УТР 15.39%) и **Акибанк-1** (УТР 13.33%) – 12% и 13.6%, соответственно, оба до полугодовой оферты. Также до погашения была сохранена купонная ставка в размере 7.1% по выпуску **МГТС-4** (УТР 7.11%).

Новости от Минфина и ЦБ: деньги госкорпораций; ставки; приток капитала

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

Мы бы хотели прокомментировать некоторые из вчерашних заявлений, сделанных высокопоставленными чиновниками Минфина и Центробанка. Ниже представлены новости и наши мысли:

1. **Временно свободную ликвидность госкорпораций – около 300 млрд. руб. от Фонда ЖКХ и Роснано** – решено в полном объеме направить в рублевые активы. Новость, безусловно, позитивна для рынка рублевых облигаций, но преувеличивать ее значение не стоит. Во-первых, оговоримся, что мы пока не знаем горизонта инвестирования этих средств, а также того, когда они появятся в банковской системе. (мы допускаем, что это произойдет достаточно скоро, а размещены эти деньги будут где-то на 6-9 месяцев). По нашим оценкам, столь крупный объем средств вряд ли будет направлен на покупку ликвидных рублевых облигаций. Скорее всего, деньги будут в основном размещены на депозитах банков с высокими кредитными рейтингами (так поступил ВЭБ и будет поступать Казначейство). Возможно, также, будут приобретены крупные выпуски облигаций госбанков (в т.ч. те, что были размещены по «перекрестным» схемам). Это, по сути, будет тем же самым депозитом.

Направят ли банки полученные деньги на рынок облигаций? Возможно. Но вряд ли более 15%-25%. Мы полагаем, что средства будут в первую очередь использованы для удовлетворения потребностей корпораций и самих банков в рефинансировании внешних займов, а также на фондирование бизнеса по коммерческому кредитованию. Потребности здесь исчисляются десятками миллиардов долларов. Если часть денег госкорпораций все же появится на рынке облигаций (за пределами неликвидных схемных выпусков), то мы можем увидеть покупки в коротких выпусках эмитентов 1-2 эшелонов, что тут же спровоцирует выход заемщиков с новыми размещениями.

2. **Центробанк не исключает очередного повышения ключевых ставок (репо, депозиты).** Мы думаем, что в случае сохранения «излишне» благоприятной ситуации на денежном рынке, это вполне возможно, но вряд ли произойдет ранее, чем через 2-3 месяца. На наш взгляд, Центробанк будет исходить из динамики инфляции. Если его надежды на замедление темпов роста цен в мае и летом не будут оправдываться, то повышение ставок вполне возможно. Кстати, глобальная «агфляция» (рост цен на с/х продукцию) и вброс денег госкорпораций (по оценкам Минфина, это дополнительные 1.0-1.5% инфляции) делают такой сценарий вполне вероятным.

3. **ЦБ ожидает, что по итогам 2008 г. приток капитала составит около 35 млрд. долл.** На наш взгляд, это весьма оптимистичный прогноз, который, скорее всего, не сбудется. Ведь для этого необходимо, чтобы приток капитала в апреле-декабре составил почти 60 млрд. долл., т.е. должно происходить что-то похожее на 1-е полугодие 2007 г. Крайне маловероятно, учитывая отсутствие в pipeline сделок, сопоставимых с аукционами ЮКОСа и IPO ВТБ/Сбербанка. Мы полагаем, что приток капитала в этом году будет близок к нулю, принимая во внимание большой объем погашений внешних долгов в 2008 г., а также учитывая по-прежнему слабую конъюнктуру на «оптовых» рынках капитала (пусть и немного улучшившуюся в последние дни).

УРСИ (NR/BB-/B+): комментарий к размещению

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение облигационного займа ОАО «Уралсвязьинформ» (УРСИ) объемом 2 млрд. рублей с погашением через 5 лет и офертой через 2 года.

Эмитент очень хорошо известен рынку. Это регулируемая локальная монополия с крепким кредитным профилем. УРСИ занимает сильные позиции на телекоммуникационном рынке Урала, является «дочкой» госхолдинга Связьинвест и имеет достаточно сильный финансовый профиль. Благодаря умеренной

инвестиционной политике, в 2007 г. УРСИ удалось улучшить показатели долговой нагрузки. Инвестпрограмма компании на 2008 г. составляет около 10 млрд. руб. и может быть практически в полном объеме профинансирована за счет операционного денежного потока. Поэтому можно ожидать, что по итогам 2008 г. показатели долговой нагрузки УРСИ будут выглядеть еще лучше. Кстати, исходя из этих рассуждений мы думаем, что S&P не станет снижать кредитный рейтинг компании (BB-/Негативный).

Возможная приватизация Связьинвеста, на наш взгляд, не увеличит риски по облигациям УРСИ и других компаний Связьинвеста, т.к. потенциальные претенденты на этот актив – весьма сильные группы (Альфа, Система, Телекоминвест).

Учитывая, что УРСИ соответствует рейтинговым критериям Ломбардного списка, размещение облигаций компании наверняка вызовет интерес у инвесторов. Ориентирами для этой сделки, на наш взгляд, должны быть размещенные недавно облигации Вимм-Билль-Данна (9.3% при размещении) и АФК «Система» (9.45%).

Оба выпуска в ходе недавнего мини-ралли опустились до 9.0% по доходности. Мы думаем, что в случае с УРСИ инвесторы потребуют премию в 70-100бп в качестве компенсации за дополнительный год срока обращения, т.е. доходность при размещении составит около 10%.

Ключевые финансовые показатели УРСИ, МСФО				
млн. рублей	2005 г.	2006 г.	1 пол. 2007 г.	2007 г. (оценка)*
Выручка	31 709.9	33 925.0	19 045.9	39 152.6
EBITDA	9 266.0	9 351.1	6 555.0	13 095.3
Чистая прибыль	1 917.1	829.8	1 383.4	3 528.8
Долг	24 159.8	25 836.0	25 589.8	28 004.6
Собственный капитал	20 080.8	20 163.0	20 808.8	н.д.
Активы	52 460.5	54 507.7	56 634.2	н.д.
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA	29.2%	27.6%	34.4%	33.4%
Рентабельность чистой прибыли	6.0%	2.4%	7.3%	9.0%
Долг / EBITDA годовая (х)	2.6	2.8	2.0	2.07**
Долг/Собственный капитал (х)	1.2	1.3	1.2	н.д.

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка *по данным РСБУ **рассчитано, исходя из значения Чистого долга



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kuchеров@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.