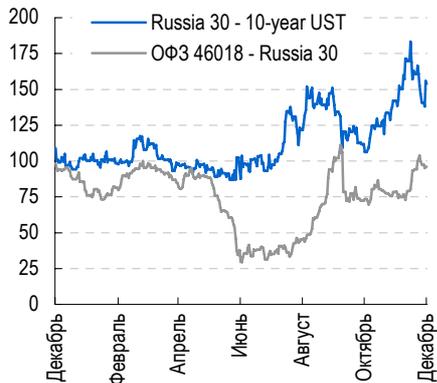


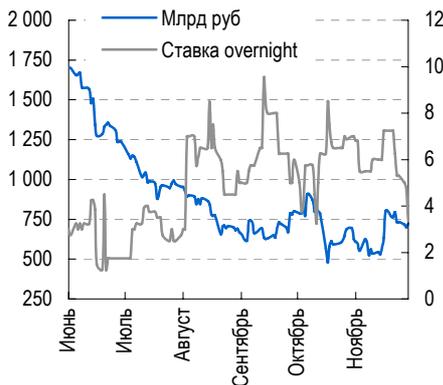
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 12 декабря 2007 г.

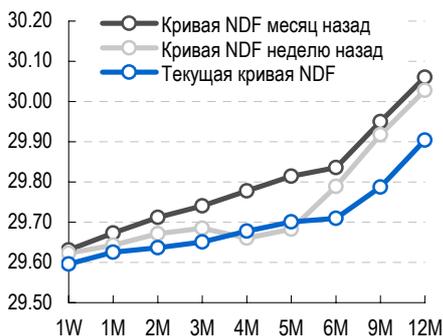
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 дек	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
12 дек	Размещение руб. обл. ХолдингКапитал-1
12 дек	Размещение руб. обл. ИркутОбл-6
12 дек	Индекс цен на импорт в США
12 дек	Аукцион ОФЗ-46018 (4 млрд. руб.)
13 дек	Индекс цен производителей в США
14 дек	Индекс потребительских цен в США
17 дек	Уплата акцизов, ЕСН

Рынок еврооблигаций

- Сенсации не произошло. Тем не менее, нашлось достаточное количество тех, кто был разочарован действием ФРС и «побежал к качеству» (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Выпуск АИЖК-10 разместился «в рынок» и сохраняет привлекательность. ЦБ сделал ряд интересных заявлений (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Мечел (NR) показал хорошие результаты за 9 мес. 2007 г. (стр. 3).
- Вкратце: Евраз (Ba2/BB-/BB) объявил о намерении купить угольные и рудные активы группы Приват (Украина). Оплата будет произведена денежными средствами и новыми акциями Евраза. Другие детали сделки не раскрываются, поэтому на данном этапе точно оценить ее кредитный эффект достаточно сложно. Однако исходя из достаточно «бережного» отношения Евраза к своим кредитным рейтингам и долговой нагрузке, мы считаем, что за счет equity-компоненты сделки компания не будет существенно увеличивать долг сверх привлеченных недавно 3.2 млрд. долл., а соотношение долга и pro forma EBITDA (с учетом ден.потоков приобретаемых активов) сохранится в пределах 2.0x. Тем не менее, полностью исключать негативной реакции рейтинговых агентств на эти новости не стоит.
- Вкратце: S&P пересмотрело со «Стабильного» на «Негативный» прогноз рейтингов 8-ми казахстанских банков. В качестве основной причины S&P называет беспокойство по поводу вероятного ухудшения качества кредитных портфелей банков (в первую очередь – кредитов строительным компаниям). Кроме того, S&P указывает на сохраняющиеся проблемы с ликвидностью и риск девальвации тенге. По мнению S&P, рост экономики и возобновившееся увеличение резервов НБК лишь отчасти компенсируют эти риски. Не отрицая этих проблем, мы считаем, что дефолты казахстанских банков крайне маловероятны. Во-первых, крупные погашения им предстоят еще не скоро. Во-вторых, в стресс-сценарии ликвидность может быть получена 1) от регулятора; 2) от продажи кредитных портфелей; 3) от акционеров, в т.ч. новых (в случае продажи банков). Волатильность в облигациях казахстанских банков сохранится.

- Вкратце: Банк Солидарность (B3) исполнил обязательства по выкупу своих облигаций за счет продажи кредитного портфеля (Источник: Ведомости). Это событие подтверждает тезисы, высказанные нами в комментарии «Пять причин не бояться кредитного риска российских банков» от 28 сентября.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.97	-0.19	-0.25	-0.73
EMBI+ Spread, бп	238	+13	+15	+69
EMBI+ Russia Spread, бп	155	+11	+9	+59
Russia 30 Yield, %	5.53	-0.01	-0.11	-0.12
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	0	+0.07	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	622.1	+21.6	+49.8	-44.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	100	+1.3	-21.6	-14.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-19.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.96	-0.17	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.01	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	90.0	+2.0	-2.0	+29.3
Индекс РТС	2343	+13	+100	+433

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Сенсации не произошло – ставка **FED RATE** вчера была снижена на 25бп до 4.25%. Однако из-за того, что часть инвесторов все же надеялись на более «щедрый» жест **ФРС**, новости спровоцировали новую волну «бегства к качеству». Логика здесь такова: более низкая ставка **FED RATE** помогла бы наполнить финансовую систему дешевой ликвидностью, что, в свою очередь, поддержало бы сегменты рискованных облигаций. В итоге индексы акций в США упали в среднем на 2%, а доходность **10-летних UST** снизилась до 3.97% (на 19 бп – кажется, слишком эмоционально!). Интересно, что в официальном пресс-релизе чиновники **ФРС** лишь вскользь упомянули угрозу инфляции, уделив больше внимания замедлению роста экономики.

Из-за ралли в **US Treasuries** спрэд **EMBI+** расширился на 13 бп до 238бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.53%) вчера практически не вырос в цене, а спрэд к UST снова вышел за пределы 150бп (153бп на сегодняшнее утро). В корпоративном секторе активность практически нулевая, а спрэды bid-ask даже по бумагам первого эшелона доходят до 1 пп.

Сегмент казахстанских бумаг вчера не успел отреагировать на поздний пресс-релиз рейтингового агентства **Standard & Poor's** о снижении прогнозов. Вероятно, сегодня мы будем наблюдать снижение котировок этих выпусков. Хотя куда уж ниже – некоторые выпуски **ККБ**, например, торгуются по 78 пп от номинала с доходностью более 16%. А ведь это крупнейший банк Казахстана с рейтингами Ba1/BB/BB+.

В США сегодня публикуются данные по **торговому балансу** и **индексу цен на импорт**. На наш взгляд, с точки зрения влияния на рынок **US Treasuries**, поведение рынков акций (в первую очередь, американских) сейчас важнее статистики.

Мы ожидаем, что доходности **US Treasuries** сегодня скорректируются вверх после излишне эмоционального снижения вчера, а спрэды **EM** и российского сегмента чуть сузятся.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Центральным событием вчерашнего дня стало размещение выпуска **АИЖК-10**, в ходе которого ставка купона сложилась в размере 8.05% (YTM 8.29%). Судя по величине премии (около 50-55бп) и количеству сделок (более 30 со средним объемом около 200 млн. руб.), размещение, похоже, прошло «в рынок». Снижение котировок соседних **АИЖК-7** (YTM 7.71%) и **АИЖК-9** (YTM 7.76%) было несущественным. При этом котировки самого АИЖК-10 на форвардах, по словам наших дилеров, к концу дня уже доходили до 100.50 (8.2%). И это еще не предел: по нашим расчетам, его котировки вполне могут дойти до 103 п.п. (7.77%), особенно, если АИЖК откажется от планов размещения в ближайшее время 11-го выпуска на 10 млрд. рублей, а новый выпуск быстро войдет в Ломбардный список ЦБ.

Ряд интересных комментариев вчера поступил от представителя **Центробанка** С.Швецова. Во-первых, в ответ на вопрос журналиста о **вероятности повышения аукционной ставки репо ЦБ** (вопрос, похоже, был спровоцирован нашим недавним комментарием от 30 ноября), он заявил, что пока такое повышение «не обсуждалось». При этом представитель регулятора отказался спрогнозировать период, в течение которого ставка останется неизменной. Мы сохраняем точку зрения о том, что ЦБ вполне может ужесточить слишком благоприятный режим рефинансирования. Намерение **Банка России** повысить размеры дисконтов (см. вчерашний комментарий) – шаг в этом направлении.

Во-вторых, г-н Швецов сказал, что регулятор хочет сделать возможным репо с биржевыми облигациями. Насколько мы понимаем, сейчас у ЦБ нет доступа к бумагам, обращающимся на фондовых биржах. А

биржевые облигации, согласно законодательству, могут торговаться только там. В текущей ситуации это делает их неконкурентоспособными по сравнению с обычными рублевыми бондами. Ведь, по природе своей, **commercial papers** («шаблон» для биржевых облигаций) – это бумаги, размещаемые первоклассными эмитентами. А зачем кому-то покупать сегодня бумаги Газпрома/РЖД/ВТБ без возможности рефинансировать их в ЦБ?

Наконец, оказывается, что ЦБ готовит необходимую нормативную базу для размещения **свободных средств бюджета** на депозитах коммерческих банков через аукцион по процентной ставке. Звучит очень заманчиво. Вот только на воплощение в жизнь такого механизма может уйти очень много времени.

Ставки **overnight** во вторник колебались около 3.0-3.5%, объем прямого **репо** с ЦБ снизился до 28.5 млрд. рублей (вполне возможно, там вскоре появится «неснижаемый остаток», уж очень популярен и привлекателен этот инструмент рефинансирования). По оценкам наших валютных дилеров, ЦБ вчера купил еще около 1-1.2 млрд. долл., т.е. сегодня ликвидности будет еще больше.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ, ОФЕРТЫ, КУПОНЫ

Сегодня состоится доразмещение облигаций **ОФЗ 46018** (УТМ 6.48%) на 4 млрд. рублей. Мы полагаем, что из-за небольшого объема размещения, улучшения конъюнктуры денежного рынка и спроса в этом выпуске со стороны «крупного игрока», существенной премии на сегодняшнем аукционе не сложится.

По выпуску **ТГК-8-1** вчера была объявлена дополнительная оферта в июне 2008 года. Напомним, из-за реорганизации компании держатели облигаций получили возможность предъявить их к выкупу уже в декабре. Новая оферта, на наш взгляд, довольно привлекательна – доходность к ней составит порядка 9.25%, исходя из текущих котировок, в то время как выпуски остальных энергетических компаний торгуются ниже 9.00% по доходности. В то же время, напоминаем о риске «досрочных оферт» – право на оферту есть только у тех, кто был держателем бумаг на определенную дату.

Мечел (NR): хорошие результаты за 3-й квартал 2007 г.

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

Мечел в очередной раз порадовал инвесторов сильными финансовыми результатами. За счет роста объемов производства и благоприятной конъюнктуры цен на продукцию Мечел увеличил выручку более чем на 47% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом показатель EBITDA увеличился в 2 раза (до USD 1 222 млн.). Похожие результаты Мечел показывал по итогам 1-го полугодия 2007 г.

Финансовый долг Мечела за январь-сентябрь 2007 года увеличился примерно на 650 млн. долл., что связано, в первую очередь, с финансированием выплат дивидендов и покупкой Братского завода ферросплавов (суммарно – около 500 млн. долл.).

Сделка по покупке якутских угольных активов (доли в Эльгаугле и Якутугле) общей стоимостью USD 2.3 млрд. пока не нашла отражения в отчетности, т.к. пришлось на 4-й квартал 2007 г. По нашим оценкам, после этой сделки соотношение «Долг/EBITDA годовая» у Мечела возрастет с 0.7х до 2х. Возможное IPO горнодобывающего дивизиона Мечела поможет снизить долговую нагрузку компании.

Учитывая низкую ликвидность облигаций Мечела, а также узость спрэдов из-за их отсутствия в биржевом списке А1 (УТР 7.81%), мы считаем маловероятной какую-либо реакцию в котировках на опубликованные результаты.

Ключевые финансовые показатели Мечела, US GAAP

USD млн.	9М2006 г.	2006 г.	6М 2007 г.	9М2007 г.
Выручка	3 142	4 398	2 987	4 647
Операционная прибыль	483	726	739	1 052
EBITDA	610	903	845	1 222
Чистая прибыль	372	603	489	706

Финансовый долг (с учетом фин. аренды)	н/д	546	451	1 107
Чистый Долг	н/д	373	136	694
Собственный капитал	н/д	2 865	3 005	3 288
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	19.4%	20%	28.3%	26.2%
Рентабельность чистой прибыли (%)	11.8%	13.7%	16.4%	15.2%
Финансовый долг/EBITDA (x)	н/д	0.6	0.27	0.68
Чистый долг/EBITDA (x)	н/д	0.40	0.08	0.43
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	н/д	0.19	0.15	0.34

Источник: данные компании, 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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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 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, 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.