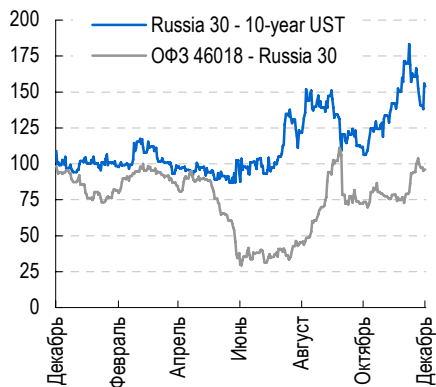


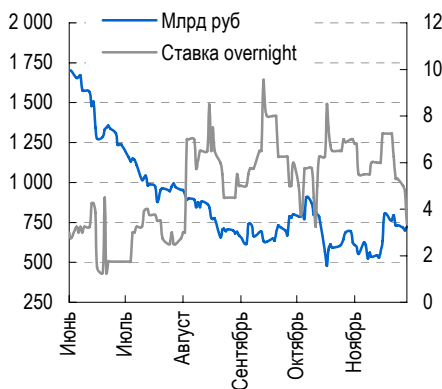
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 12 декабря 2007 г.

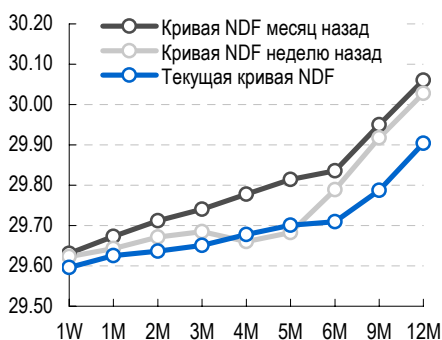
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



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 USD2.3 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.