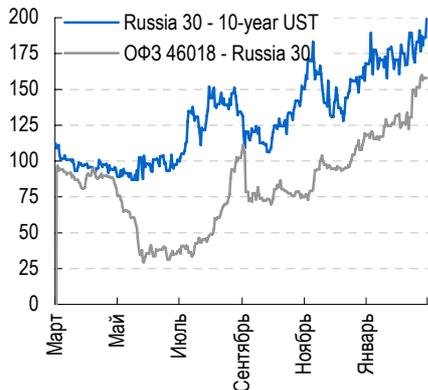


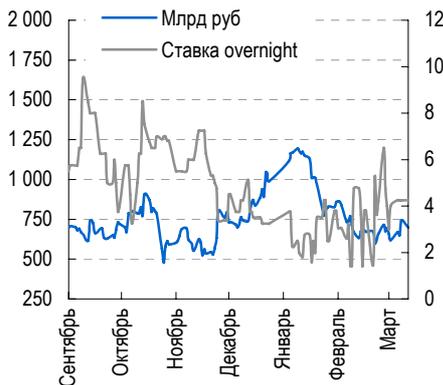
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 17 марта 2008 г.

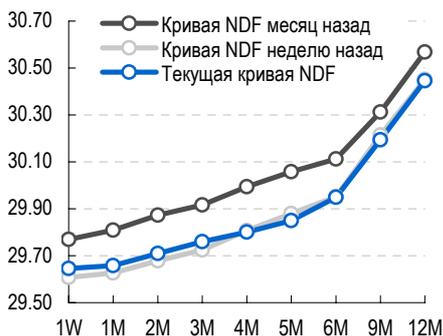
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

17 мар	Индекс Empire Manufacturing
18 мар	Размещение руб. обл. МКБ-4
18 мар	Размещение руб. обл. Еврокоммерц-5
18 мар	Заседание ФРС
20 мар	Индекс Philadelphia Fed
20 мар	Индекс Leading Indicators
24 мар	Статистика по вторичному рынку жилья США
25 мар	Уплата акцизов, НДПИ

### Рынок еврооблигаций

- Коллапс Bear усилил страхи и спровоцировал мощную волну «бегства к качеству». Хорошие новости в Казахстане (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Новые сделки продолжают «давить» на рынок – именно такой вывод можно было сделать в пятницу, ознакомившись с ключевыми новостями (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Вкратце: Fitch поместило рейтинг ООО «Миракс Групп» (В) в список на возможное понижение в связи с реструктуризацией компании.** О риске такого развития событий мы рассуждали в пятничном комментарии. На наш взгляд, Мираксу удастся «защитить» рейтинги ООО «Миракс Групп» от снижения в том случае, если «новая» холдинговая компания предоставит поручительства по обязательствам ООО. Ситуация станет более прозрачной, когда рейтинги будут присвоены новой холдинговой компании.

- Вкратце: ТМК (ВаЗ/ВВ-) может выпустить акции более чем на 1 млрд. долл. для рефинансирования покупки трубных активов американской Ipsco.** (Источник: Reuters). Заявление имеет своей целью успокоить кредиторов ТМК, ведь в результате сделки уровень ее долговой нагрузки возрастет с менее чем 1.5x до 3x (наши оценки). Несмотря на то, что в текущих рыночных условиях размещение акций может быть осложнено, новость о возможной допэмиссии может предотвратить негативные рейтинговые действия в отношении ТМК, а также снизить давление на котировки ее облигаций.

- Вкратце: Совет директоров группы Черкизово (NR) принял решение о допэмиссии акций в размере 12.6% капитала.** Компания пока не намерена размещать новые акции, но может сделать это в случае необходимости (Источник: Интерфакс). Мы воспринимаем новость как нейтральную для кредиторов Черкизово. Рублевые облигации компании выглядят дорого (9%).

- Вкратце: Структура группы Ренова (КЭС) купила у РАО ЕЭС 34% ТГК-6 и довела свою долю до контрольной.** Далее КЭС приобретет допэмиссию акций ТГК-6 по меньшей мере за 14 млрд. руб. (Источник: Ведомости). Новости позитивны для держателей облигаций ТГК-6 (10.3%).

- Вкратце: Сибирьтелеком (В+) и ЮТК (В1/В) отчитались об итогах 2007 г. по РСБУ.** Результаты выглядят очень неплохо. Однако, какого-либо позитивного движения в котировках облигаций компаний ожидать не стоит.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.47	-0.06	-0.26	-0.56
EMBI+ Spread, бп	311	+14	+39	+72
EMBI+ Russia Spread, бп	198	+10	+22	+51
Russia 30 Yield, %	5.33	-0.01	-0.11	-0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.91	+0.01	+0.21	+0.44
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	571.7	-46.6	+36.5	-316.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	124.6	+1.9	-9.6	+9.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-15.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4	-0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.13	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	106.2	-1.3	+11.6	+12.3
Индекс РТС	2064	+5	+75	-227

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### КОЛЛАПС ПРАЙМ-БРОКЕРА УСИЛИЛ СТРАХИ

В пятницу в центре внимания оказался один из крупнейших в США финансовых институтов – брокер **Bear Stearns**. Слухи о проблемах с ликвидностью и достаточностью капитала у **Bear** спровоцировали бегство клиентских средств, а это, в свою очередь, лишь усугубило финансовые проблемы. **Bear** оказался на грани потери платежеспособности из-за того, что не все его активы ликвидны. Собственно, детали и хроника событий пятницы достаточно подробно описаны в газетах и лентах новостных агентств. Коллапс котировок акций **Bear** спровоцировал панику на всех финансовых рынках. В **US Treasuries**, само собой, начались покупки, и доходности резко снизились – в пятницу **10-летние UST** торговались под 3.46% (-6 бп.).

Следующая порция важных новостей появилась в воскресенье. Во-первых, **ФРС** после экстренного заседания снизила **дисконтную ставку** (ставку обратного репо) на 25 бп. до 3.25%, а также объявила о введении нового инструмента рефинансирования, позволяющего первичным дилерам на рынке **UST** (им является и **Bear**) брать обеспеченные кредиты под дисконтную ставку. Последний раз на такие меры **ФРС** пришлось пойти более 70 лет назад – во времена **Великой Депрессии**. Банк **JP Morgan** сообщил о покупке **Bear Stearns** по предельно низкой цене – примерно за 240 млн. долл. (в 50 раз меньше того, сколько стоил банк еще в декабре 2007 г., и примерно четверо меньше стоимости только здания **Beag** на Манхэттэне). **ФРС** объявила о том, что предоставит **JP Morgan** кредит на 30 млрд. долл.

Эти события заставляют инвесторов переоценить серьезность происходящего в мире финансового кризиса. Неудивительно, что рынки «накрыла» очередная волна «бегства в качество». **US Treasuries** сегодня утром пользовались бешеным спросом: доходность **10-летних UST** достигала 3.33% (сейчас – 3.36%), **2-летних** – 1.25%, а спрэд **UST10-UST2** 200 бп. Сейчас из котировок фьючерсов на **FED RATE** следует, что все уверены в снижении ключевой ставки на 75бп на этой неделе, а с 50%-ной вероятностью ее снизят сразу на 100 бп. до 2.00%. Кстати, вышедший в пятницу февральский **CPI** оказался ниже ожиданий, что рассеивает последние сомнения в способности **ФРС** продолжать динамичное снижение ставок.

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК – РАСШИРЕНИЕ СПРЭДОВ

В сегменте **Emerging Markets** ничего, кроме расширения спрэдов, не происходит. Спрэд **EMBI+** превысил отметку в 310 пунктов, а выпуск **RUSSIA 30** торгуется с премией почти в 200бп к **UST**. В российском корпоративном сегменте стоит отметить разве что небольшие продажи в **EVRAZ15** (YTM 8.49%) на новостях об очередной М&А-сделке компании. На наш взгляд, определенную защиту российским облигациям в текущей ситуации обеспечивает продолжающийся рост цен на сырье (в т.ч. нефть).

### ХОРОШИЕ НОВОСТИ В КАЗАХСТАНЕ

Получила официальное подтверждение сделка по покупке крупнейшим южнокорейским банком **Kookmin Bank (A2/A+)** 30%-ного пакета акций казахстанского **Банка Центрокредит (Ba1/NR/BB-)** за 634 млн. долл. При этом **Kookmin** получит опцион на увеличение своей доли в **Центрокредите** до контрольной. (Источник: Reuters). На наш взгляд, это хорошая новость не только для держателей бондов **Центрокредита**, но и для всех инвесторов в облигации казахстанских банков. Увеличение доли иностранцев в банковском секторе этой страны, безусловно, поможет снизить риски зависимости сектора от внешних заимствований.

### НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

Предстоящая неделя обещает быть напряженной. Нас ожидают решение **ФРС** по ключевой ставке, индексы **Empire Manufacturing** (сегодня), **Philadelphia Fed** и **Leading Indicators** (в четверг). Очевидно, что инвесторы также будут внимательно следить за новостями о финансовом положении банков, страховых компаний и хедж-фондов. Мы полагаем, что доходности **UST** будут оставаться низкими (или продолжат снижение), равно как и аппетит к риску.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### НОВЫЕ КУПОНЫ И РАЗМЕЩЕНИЯ ПРОДОЛЖАЮТ «ДАВИТЬ» НА РЫНОК

Новые купоны и размещения продолжают «давить» на рынок рублевых облигаций – именно такой вывод можно было сделать в пятницу, ознакомившись с ключевыми новостями. Собственно, как все мы уже убедились, новая «система координат» в рублевых корпоративных облигациях пока формируется лишь на отрезке 1 год. Именно в этом сегменте в пятницу появились новые «точки».

По выпуску **ВТБ-4** (УТР 7.99%) была зафиксирована купонная ставка до погашения в размере 8.80%, что дает доходность на уровне 8.97%. Размещенный недавно **РСХБ-6** (УТР 8.93%) формально «конкурентоспособен», однако он пока не вышел на вторичные торги и не включен в **Ломбардный список**. А **ВТБ-4** уже торгуется, и уже в «заветных» списках. Поэтому мы воспринимаем это как очередной шаг вверх с точки зрения премий/доходностей.

По облигациям **РусСтандарт-7** (УТР 9.20%) была определена годовая оферта с купоном на этот срок в размере 12.20% (доходность 12.47%). Это спровоцировало снижение цен других обращающихся выпусков **Русского стандарта** примерно на 5-10бп.

В ходе размещения выпуска **ДГК-1** купонная ставка до годовой оферты была определена в размере 10.50% (доходность 10.78%). Напомним, что справедливый купон мы оценивали на уровне 10.75-11% (см. пятничный комментарий). Тем не менее, это новый рекорд доходности облигаций ОГК/ТГК.

Также в пятницу завершился сбор заявок на выпуск **Еврокоммерц-5** – купонная ставка до годовой оферты была зафиксирована в размере 16% (УТР 16.65%). Таким образом, премия к обращающимся выпускам составила порядка 20-30бп.

### СОБЫТИЯ НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

**Минфин** объявил, что в эту среду проведет два аукциона на 25 млрд. рублей: **46022** – 15 млрд. рублей, **25062** – 10 млрд. рублей. Мы уже высказывались по поводу того, что Минфину следовало бы продемонстрировать гибкость и отреагировать на происходящее корректировкой программы заимствований.

ЦБ сегодня проведет размещение 6-месячного **ОБР-5** на 400 млрд. рублей; на него можно будет «обменять» **ОБР-4**. Мы полагаем, что если **ЦБ** и удастся что-то разместить, то это будет «копейки».

В эту пятницу **Сибур** начнет закрытое размещение 4-х выпусков на 120 млрд. рублей. Эти сделки не должны оказать никакого влияния на рынок.

В заключение отметим, что в пятницу же начнется размещение двух выпусков биржевых облигаций **АвтоВАЗа**, на 1 млрд. рублей каждый. Закрытие сделок планируется 25-го марта. Один выпуск будет погашен через полгода, второй – через год. Ориентиры организаторов по купону озвучены на уровне 9.50-10.50% и 10-11%, соответственно. Обращающиеся облигации **АвтоВАЗа**, к сожалению, нельзя назвать ликвидными. Короткий **АвтоВАЗ-3** сейчас торгуется примерно на уровне 9.70%, поэтому новые выпуски предполагают достаточно заметную премию.

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Более-менее комфортная ситуация с рублевой ликвидностью, образовавшаяся после покупок валюты ЦБ и выкупа **ОФЗ**, способствовала в пятницу сохранению ставок денежного рынка на уровне 3.5-4%. Благодаря этому настроения инвесторов были достаточно позитивными – котировки длинных выпусков **1-го эшелона** и **ОФЗ** подросли примерно на 10-15бп, причем активность торгов была сравнительно высокой.

По оценкам наших дилеров, в пятницу ЦБ купил еще порядка **1.5 млрд. долл.** Вместе с тем, к сегодняшнему утру сумма остатков на корсчетах и депозитах банков снизилась почти на 48 млрд. рублей до 696.3 млрд. Вероятно, некоторые компании решили досрочно перечислить в бюджет **акцизы** и **ЕСН**,

последний срок уплаты которых истекает сегодня. Текущий уровень ликвидности, на наш взгляд, позволит достаточно спокойно пережить начало мартовского «налогового периода». Однако, учитывая общий негативный новостной фон (в т.ч. коллапс **Bear**), а также упомянутое выше давление со стороны новых купонов и размещений, мы полагаем, что продавцов в рублевых облигациях по-прежнему будет больше, чем покупателей.



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.Kucherov@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.