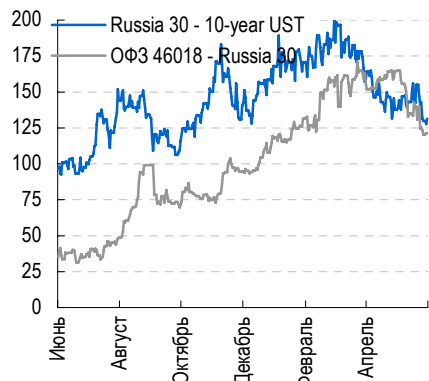


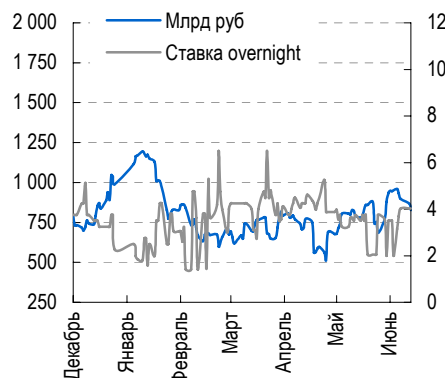
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 17 июня 2008 г.

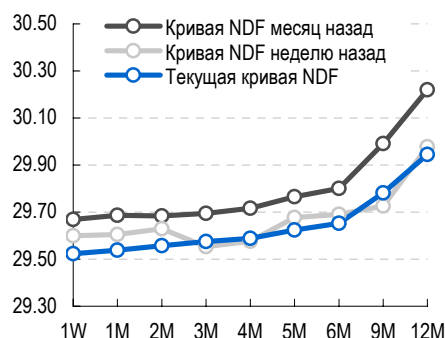
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

17 июня	Размещение руб. обл. РСХБ-7
17 июня	Размещение руб. обл. МосОбл-8
17 июня	Депозитный аукцион Минфина
17 июня	Индекс цен производителей в США
17 июня	Статистика по промыш. произв-ву в США
19 июня	Размещение руб. обл. РенКап-3
19 июня	Размещение руб. обл. Кредит Европа-2
19 июня	Аукцион по руб. обл. Москва-50

Рынок еврооблигаций

- Колумнисты влиятельных изданий тоже не верят в повышение **FED RATE**. Транскредитбанк завершил размещение. Очередь на первичный рынок продолжает расти (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- В центре внимания – новые размещения **РСХБ** и **Мособласти**. О “relative value” в облигациях **АИЖК**, средствах **Фонда ЖКХ** и новых купонах (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Связь между Газпромбанком (A3/BVB-) и Газпромом (A3/BVB) ослабевает (стр. 3).
- Из интервью президента АК АПРОСА (Ba2/BV-) С.Выборнова агентству Интерфакс следует, что долговая нагрузка компании в будущем может увеличиться (стр. 3)
- Розничная сеть Копейка (S&P CCC) продала часть принадлежащей ей недвижимости по схеме «sale leaseback» за 1.5 млрд. руб. Покупателем выступил ЗПИФ «Уралсиб-аренда». Средства планируется направить на погашение 1-го облигационного займа Копейки на сумму 1.2 млрд. руб., которое состоится сегодня. (Источник: Ведомости). На наш взгляд, данная сделка иллюстрирует действие двух ключевых факторов «кредитной силы» Копейки – наличия крупного портфеля недвижимости общей стоимостью около 400 млн. долл. и сильного акционера в лице владельца ФК УРАЛСИБ Н.Цветкова. Мы ожидаем скорого повышения кредитного рейтинга Копейки агентством S&P (это следует из той же заметки Ведомостей). Облигации компании уже не так «доходны», как раньше, но, тем не менее, выглядят достаточно интересно (YTW 13-14%).
- Вкратце: Standard & Poor's опубликовало достаточно критический комментарий «Российская экономика: будет ли движение вперед?». На наш взгляд, жесткая тональность комментария косвенно указывает на то, что S&P не будет торопиться с перемещением суверенного рейтинга России в категорию «A».
- Вкратце: Газпромбанк вышел из капитала Атомстройэкспорта (Источник: Ведомости). На наш взгляд, новость нейтральна для кредиторов АСЭ, т.к. компания продолжает контролироваться госкорпорацией Росатом. Облигации АСЭ совершенно неликвидны (7.9%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.27	+0.01	+0.42	+0.24
EMBI+ Spread, бп	245	+3	-11	+6
EMBI+ Russia Spread, бп	133	-2	-11	-14
Russia 30 Yield, %	5.55	-0.01	+0.33	+0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.76	0	-0.11	+0.29
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	676.7	+74.2	+44.3	-211.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	149.7	-114.6	-10.4	+35.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	31.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.75	+0.52	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.54	+0.02	-0.24	-0.10
Нефть (брент), USD/барр.	133.7	-0.6	+8.7	+39.8
Индекс РТС	2366	+9	-113	+75

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

КОЛУМНИСТЫ WSJ, FT И WP ТОЖЕ НЕ ВЕРЯТ В ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК

Смешанный новостной фон вчера способствовал «боковому» движению в **US Treasuries**. С одной стороны, вышел довольно слабый промышленный индекс **Empire Manufacturing**, а инвестбанк **Lehman Brothers** вновь сообщил об убытках. С другой – чиновник **ФРС Джеффри Лэкер** в своей речи в очередной раз обратил внимание на инфляционные ожидания, которые, по его словам, «остаются выше, чем хотелось бы». После некоторых колебаний доходности **US Treasuries** завершили день практически на уровнях открытия.

Тема **инфляции** и связанного с ней вероятного **повышения FED RATE** продолжает активно обсуждаться в финансовой прессе. Вчера на эту тему высказались журналисты **Washington Post**, предупредившие о том, что рынок переоценивает вероятность повышения ставки, а сегодня колумнисты двух изданий (**Wall Street Journal** и **Financial Times**) написали ровно об этом же. Как мы писали ранее, нам близка эта точка зрения (еще в прошлую среду мы приводили мнение аналитика **Deutsche Bank**, сравнившего **Бернанке** с блефующим игроком в покер). Кстати, сегодня утром доходности **UST** уже снизились на 5-10бп – возможно это реакция на публикации влиятельных изданий.

Котировки большинства бенчмарков ЕМ снизились вчера на 1/4-1/2пп, а спрэд **EMBI+** расширился на 3бп до 245бп (+3бп). Хуже других выглядели выпуски Аргентины – из-за очередного витка забастовок фермеров.

Российский бенчмарк на общем фоне смотрится довольно-таки крепко: котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.55%) стабильны, спрэд – около 130бп. В корпоративном сегменте активность очень низка: котировки наиболее ликвидных выпусков сползают вниз под давлением «офферов», но покупателей практически нет. На слухах о новом размещении довольно сильно снизились котировки выпусков **Сбербанка** (до -5/8пп) и **Альфа-Банка** (-1/4пп).

В **США** сегодня будет опубликован индекс цен производителей, а также статистика по строительству жилья и промышленному производству.

ОЧЕРЕДЬ НА «НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ» ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ

Первичный рынок продолжает быть источником новостей на фоне относительного спокойствия на «вторичке». Достаточно быстро завершил размещение **Транскредитбанк** (Ba1/BB). Купон по 3-летнему выпуску составил 9.0% (ранее назывался диапазон 9.0-9.25%), объем – 350 млн. долл. Даже с таким купоном этот выпуск кажется нам интересным. Спрэд к более короткому **TRANSC 10** (YTM 8.30%) – 70бп, что выглядит весьма щедро за дополнительный год дюрации.

Очередь на «новые размещения» продолжает расти. Кроме **Газпромбанка** и **Казмунайгаза**, планирующих завершить роад-шоу на этой неделе, стало известно о предстоящем размещении евробондов **Сбербанка** (A2/BBB+), **Альфа-Банка** (Ba1/BB/BB), а также о выпуске CLN **Финансовой Лизинговой Компании** (Ba2). О деталях выпуска **Сбербанка** пока почти ничего не известно, **Альфа-Банк** планирует 5-летний выпуск с put-опционом на третий год обращения (price-talk пока не объявлен), **ФЛК** – 5-летний с опционом через два года, ориентировочная доходность – 10.125%.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ – НОВЫЕ ЗАЙМЫ

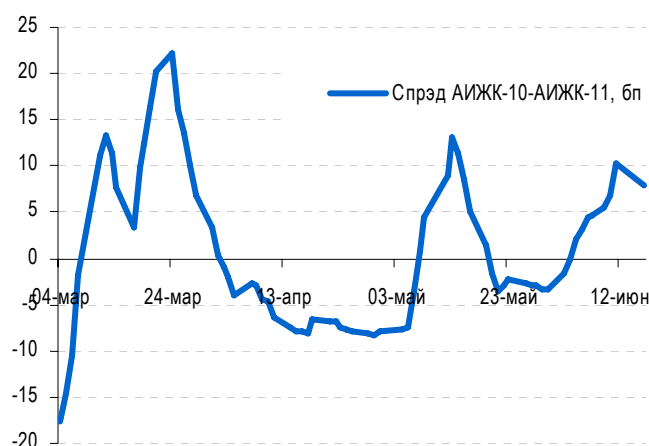
Сегодня внимание участников рынка, вероятно, будет обращено в первую очередь на первичный рынок, где пройдут размещения выпусков **РСХБ-7** (5 млрд. рублей, годовая оферта) и **МосОбласть-8** (10 млрд. рублей, купон 9.00%, амортизационная структура, расчетная дюрация – около 3 лет). В первом случае ориентир организаторов по купону обозначен диапазоном 8.00-8.5%. Более короткие выпуски **РСХБ-4** и **РСХБ-6** сейчас торгуются на уровне 8.00% по доходности. На наш взгляд, инвесторам стоит требовать доходность не ниже 8.3-8.4%, иначе выгодней купить выпуск **ВТБ-5** (УТР 8.22%).

Учитывая достаточно большую дюрация выпуска **МосОбласть-8**, мы полагаем, инвесторы могут потребовать достаточно заметную премию к облигациям **МосОбласть-6** (УТМ 8.32%) и **МосОбласть-7** (УТМ 8.53%). На наш взгляд, не исключено, что доходность сложится на уровне 8.70-8.80%. Если так случится, это станет не самой хорошей новостью для держателей «старых» выпусков, в которых, кстати, вчера прошли довольно ощутимые продажи.

НАСТРОЕНИЯ ВСЕ БОЛЕЕ ПЕССИМИСТИЧНЫ

В понедельник активность на рублевом долговом рынке была достаточно скромной. Котировки облигаций **1-го эшелона** продолжают снижаться. При этом продавцы появляются уже и в бумагах **2-го эшелона**.

Обращаем внимание на выпуск **АИЖК-10** (УТМ 9.45%), который, на наш взгляд, выглядит сейчас недооцененным относительно более длинного **АИЖК-11** (УТМ 9.39%). В нынешних условиях мы воздерживаемся от рекомендаций покупать облигации с длинной дюрацией. Но по меньшей мере держателям **11-го выпуска АИЖК** имело бы смысл заменить его на **10-й**:



ФОНД ЖКХ ЗАВЕРШИЛ ОТБОР УК

Вчера стали известны имена победителей конкурса на управление временно свободными 100 млрд. рублей **Фонда ЖКХ**. Газета **Коммерсантъ** в сегодняшнем номере обращает внимание на отсутствие самых «громких» имен в этом списке. Для «широкого рынка» это не столь существенно. Главное, что в скором времени следует ожидать притока на рынок большого объема средств. Насколько мы понимаем, деньги **Фонда** будут инвестированы в основном в наиболее качественные облигации.

НОВЫЕ КУПОНЫ

Новая полугодовая оферта и купон в размере 15% были объявлены по выпуску **РИГрупп-1** (УТР 18.93%). Купон на уровне 10.50% (ранее 9.00%) был установлен по облигациям **Банк Санкт-Петербург-1** (УТР 8.78%) до погашения. Наконец, фактически «обнулены» купоны в выпуске **Пеноплекс-1** (УТР 12.56%).

Связь между Газпромбанком (А3/ВВВ-) и Газпромом (А3/ВВВ) ослабевает

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

Газеты Ведомости и Коммерсантъ со ссылкой на меморандум к размещению еврооблигаций Газпромбанка сообщают о том, что в новом совете директоров банка Газпром может получить лишь 5 из 11-ти мест, что формально лишит его управленческого контроля над банком. На этом основании Газпром якобы может перестать консолидировать свой исторически «опорный» банк в отчетности по МСФО. Газпромбанк также указывает на риски снижения объемов бизнеса, получаемых от группы Газпром.

Мы не думаем, что долговой рынок как-то серьезно отреагирует на данные новости. Во-первых, тема возможного постепенного «отделения» ГПБ от Газпрома обсуждалась достаточно давно, ведь газовая монополия неоднократно сообщала о намерении постепенно избавляться от непрофильных, в т.ч. банковских активов. Во-вторых, связь между банком и газовым концерном все еще достаточно прочна – Газпром де-факто остается крупнейшим акционером ГПБ, размещает в банке большое количество средств, а ГПБ вовлечен в кредитование достаточно крупных и геополитически важных проектов Газпрома. В-третьих, Газпромбанк – третий по величине банк в России – остается «системообразующим», а значит, велика вероятность его поддержки в стресс-сценарии со стороны государства и/или Центробанка. В-четвертых, исторически еврооблигации Газпромбанка торговались с достаточно заметным спрэдом к кривой доходности Газпрома (40-70бп), отражая определенную разницу в кредитном риске.

Мы не думаем, что рейтинговые агентства как-либо отреагируют на сегодняшние публикации. Что же касается реакции инвесторов, то свежую «фотографию» восприятия ими риска ГПБ мы должны получить уже в ближайшие дни, когда банк завершит размещение нового выпуска еврооблигаций. Мы предполагаем, что это размещение традиционно окажет давление на котировки «старых» выпусков банка.

Президент АК АЛРОСА (Ва2/ВВ) С.Выборнов дал интервью агентству Интерфакс

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

Наиболее важными нам показались два тезиса, и оба они касаются инвестиционных потребностей и амбиций компании. Во-первых, АЛРОСА вынуждена переходить к закрытому способу добычи. Связанные с этим капвложения оцениваются на уровне 3-4 млрд. долл., а 2009 г. из-за этого будет «тяжелым». Во-вторых, в части возможных М&А-сделок г-н Выборнов подтвердил интерес к золотодобытчику Полюс, а вот в отношении альянса с Норникелем высказался в том смысле, что он маловероятен (государство вряд ли захочет размывать свою долю в АК АЛРОСА).

По нашим оценкам, в ближайшие годы долговая нагрузка АК АЛРОСА будет расти, т.к. большие инвестиционные аппетиты будут в значительной степени финансироваться за счет долга. Так, например, операционный денежный поток компании по итогам 1-го полугодия 2007 г. составил лишь около 3 млрд. руб. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» на этот же момент, по нашим оценкам, составляло около 2.2х.

Вероятный рост долговой нагрузки может не позволить рейтинговым агентствам повысить рейтинги АК АЛРОСА, несмотря на завершение процесса «федерализации» компании. Эти соображения, а также длинная дюрация и высокий риск «нового предложения» (недавно появлялись сообщения о намерениях компании выйти на рынок облигаций), на наш взгляд, обуславливают низкую привлекательность выпуска еврооблигаций ALROSA 14 (7.35%).



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

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@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.

© 2008, 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.