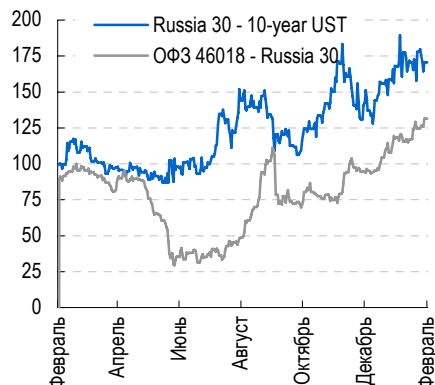


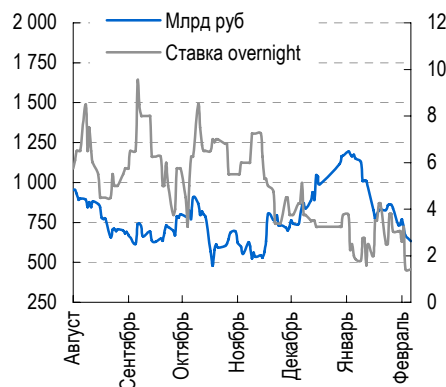
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 18 февраля 2008 г.

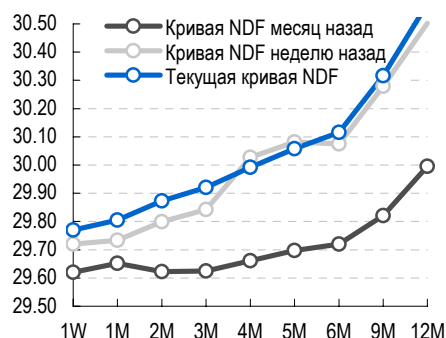
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 фев	Размещение ОФЗ-46020 (15 млрд. руб.)
20 фев	Размещение ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)
20 фев	Индекс CPI в США
20 фев	Размещение руб. обл. Номос-8
20 фев	Размещение руб. обл. Банк Союз-4
20 фев	Стенограмма заседания ФРС
21 фев	Размещение руб. обл. Банк Возрождение-2
22 фев	Размещение руб. обл. РСХБ-6

Рынок еврооблигаций

- Слабая статистика в пятницу снизила наклон кривой **UST**. Начало недели должно быть спокойным. **Газпром** хочет размещать новый выпуск, от чего могут пострадать котировки уже торгующихся еврооблигаций компании. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Уровни доходностей в **1-м эшелоне** и **ОФЗ** близки к историческим максимумам. Объем рублевой ликвидности сокращается. Мы не склонны переоценивать негативное влияние новых размещений на этой неделе. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **S&P может снизить рейтинги Уралсвязьинформа (BB-) и Джэй Эф Си (B-)**. На наш взгляд, угроза ухудшения кредитного качества несколько надуманна в случае с УРСИ и вполне реальна в случае с Джэй Эф Си. Более подробно – см. наш комментарий на стр. 3.
- **Вкратце: ФАС отказала НЛМК (Ba1/BB+) в разрешении на покупку Макси-Групп (NR)**. Ведомство грозит оштрафовать НЛМК или даже потребовать расторжения сделки в суде (Источник: Ведомости). На нашей памяти в прошлом не было примеров расторжения столь крупных сделок по инициативе ФАС. Поэтому мы полагаем, что и на этот раз все обойдется штрафными санкциями. На наш взгляд, кредитный риск по «остаткам» очень коротких облигаций Макси-Групп минимален (18.5% к ofercie в начале марта). Риски по выпуску аффилированного с Макси завода УЗПС (24.8% к ofercie в июне 2008 г.) несколько выше, но тоже вполне умеренны. По нашим сведениям, УЗПС является частью сделки г-на Максимова с НЛМК.
- **Вкратце: Крупный контракт на поставку истребителей МиГ в Алжир на 1.3 млрд. долл. под угрозой срыва** (Источник: Коммерсантъ). Насколько мы знаем, проблемы с оплатой за уже поставленные по этому контракту истребители появились еще в 2007 г. По нашему мнению, срыв контракта может ухудшить финансовое положение РСК МиГ (NR), которое и так нельзя назвать «прочным». Тем не менее, мы полагаем, что рост кредитного риска по облигациям МиГа (8.0%) в связи с этими событиями не будет значительным. Стратегически важная госкомпания имеет хороший доступ к финансированию в госбанках.
- **Вкратце: Контроль над альянсом ЭйрЮнион (NR) может остаться в руках государства в лице корпорации Ростехнологии**. Об этом сообщил совладелец и ключевой менеджер группы Б. Абрамович (Источник: Ведомости). В случае, если это действительно будет так, мы, скорее всего, пересмотрим свой настороженно-пессимистичный взгляд на кредитный профиль ЭйрЮнион (17.1%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.77	-0.05	+0.03	-0.26
EMBI+ Spread, бп	278	+6	+15	+39
EMBI+ Russia Spread, бп	180	+4	+14	+33
Russia 30 Yield, %	5.48	+0.02	+0.18	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.79	+0.07	+0.30	+0.32
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	504.6	-30.6	-103.9	-383.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	128.1	-6.1	-414.1	+13.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-16.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.88	+0.67	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.74	0	+0.13	+0.10
Нефть (брент), USD/барр.	94.6	-0.5	+5.4	+0.7
Индекс РТС	1989	-36	-170	-302

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В пятницу основным фактором, определившим динамику доходностей **US Treasuries**, стала макроэкономическая статистика. Днем был опубликован экономический **индекс ФРС Нью-Йорка** (известный также как **Empire Manufacturing**). Он оказался заметно ниже ожиданий, более того, отрицательным, чего рынок не видел с 2005 года. Позже, после нейтральных данных по промпроизводству, вышел **индекс потребительского доверия** – и снова ниже ожиданий. По итогам дня, доходность **10-летних US Treasuries** снизилась на 5 бп. до 3.77%. Более короткие **UST** остались на месте.

Спрэд **EMBI+** в пятницу расширился на 6 бп до 278бп, т.е. облигации продавали даже на фоне покупок в **UST**. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.48%) в конце дня торговался чуть ниже 114.00 пп. В корпоративном сегменте сделок было немного.

Начало недели ожидается довольно спокойным. Сегодня в США **выходной (День Президента)**, завтра – почти никакой экономической статистики. Зато потом скучать не придется: в среду и четверг будет опубликовано много данных, в том числе индекс **CPI**, **стенограмма последнего заседания ФРС** и **цифры по строительству жилья**.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Газпром (A3/BBB/BBB-) объявил о планах по размещению выпуска еврооблигаций объемом до 2 млрд. долл. Размещение запланировано на март-апрель, о других параметрах займа пока ничего не сообщается. (Источник: Интерфакс). Очевидно, что новый займ неизбежно «приподнимет» кривую доходности еврооблигаций **Газпрома**. Возможно, пострадают и кривые сопоставимых компаний (в первую очередь – **Транснефти**).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Прошедшая неделя стала достаточно «кровавопролитной» для рынка рублевых облигаций – котировки **ОФЗ** и **1-го эшелона** за пять торговых дней потеряли до 1пп. В результате в этом сегменте мы приблизились к максимумам по доходности, которые видели осенью 2007 г. В длинных **ОФЗ** примерно на этих (или чуть более высоких) уровнях в сентябре 2007 г. со своими «железобетонными» бидами вышел **Центробанк**.

Облигации **2-го эшелона** по-прежнему остаются своеобразным «островком стабильности» – активность торгов в этом сегменте не очень велика, но и цены не снижаются. В отдельных выпусках как **РМК-1** (YTM 10.42%, +15бп), **МОЭСК-1** (YTM 8.42%, +25бп), **РусСтандарт-8** (YTP 11.37%, +10бп) в пятницу мы даже увидели покупки.

Ожидания ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью постепенно материализуются. По нашим оценкам, в пятницу акцизы и авансовая уплата **ЕЧН** забрали из банковской системы порядка 60 млрд. рублей. На этом фоне, к закрытию рынка ставки **overnight** подросли примерно до 5.0%. Объем операций прямого **репо** с ЦБ возрос до 22.74 млрд. рублей, причем львиная доля пришлась на «дорогой» вечерний аукцион.

«Инъекций ликвидности» от **Центробанка** на валютном рынке тоже пока нет. Укрепившийся было на прошлой неделе рубль (корзина опустилась с +20 коп. к биду ЦБ до +10 коп.) вновь понемногу сдает позиции (курс корзины сегодня утром – 29.74, т.е. +13 коп. к биду ЦБ), что не может не огорчать.

На этой неделе в центре внимания будет первичный рынок – суммарное предложение составит 46 млрд. рублей (в пятницу мы не упомянули аукцион по выпуску **Москва-45** на 5 млрд. рублей). В принципе, мы не склонны переоценивать степень негативного влияния этих аукционов на вторичный рынок. Часть предлагаемых облигаций может разместиться «мимо рынка» или разместиться лишь частично. И речь не

только о размещениях «государственных» эмитентов. Наводит на мысли и одновременное размещение одинаковых выпусков банками **Союз** и **НОМОС**. В этой связи любопытна статья в **RBCDaily**, в которой «разоблачается» схема обмена выпусками между **ВТБ** и **Газпромбанком** с последующим рефинансированием (репо) у третьих сторон (<http://www.rbcdaily.ru/2008/02/18/finance/322428>).

Мы ожидаем, что вектор движения рублевых облигаций на этой неделе, скорее всего, сохранится (если мы вновь не увидим поддержку от ЦБ). Однако, снижение котировок ликвидных выпусков будет происходить более медленными темпами по сравнению с первой половиной февраля.

S&P может снизить рейтинги Джэй Эф Си (B-) и Уралсвязьинформа (BB-)

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

В случае с импортером фруктов, решение S&P поместить рейтинг в список на возможное понижение обусловлено инвестициями компании в непрофильные активы (недвижимость) и связанными с этим рисками роста долговой нагрузки. Последние данные об уровне долговой нагрузки Джэй Эф Си доступны на середину 2007 г. – 4.5x в терминах «Долг/EBITDA» (Источник: S&P). Насколько мы понимаем, эти цифры еще не «учитывают» развитие девелоперского направления группы. Среди прочего, S&P указывает на риск нарушения ковенанты по синдицированному кредиту Джэй Эф Си.

На наш взгляд, решение рейтингового агентства в данном случае вполне оправдано. Мы обратили внимание на агрессивный характер финансовой политики компании еще в ноябре 2007 г. после публикации интервью с владельцем Джэй Эф Си, в котором он говорил об отсутствии желания увеличивать капитал и девелоперских проектах (см. наш Утренний комментарий от 01.11.2007).

На наш взгляд, справедливая доходность за риск по необеспеченным облигациям Джей Эф Си в текущих условиях составляет не менее 15%. Выпуск Джэй Эф Си малоликвиден и в последние дни торговался на уровне 12%.

Что же касается аналогичного действия S&P в отношении Уралсвязьинформа, то оно, согласно пресс-релизу агентства, вызвано неудачей компании в привлечении банковского кредита на 1.5 млрд. руб. На наш взгляд, в данном случае проблема несколько надуманна.

УРСИ, как компания, контролируемая госхолдингом Связьинвест, вынуждена приобретать все услуги на конкурсной основе. В данном случае условия привлечения кредита были утверждены до того, как на рынке произошел рост процентных ставок. Мы уверены, что УРСИ в ближайшее время скорректирует условия конкурсов на привлечение заемных средств и успешно справится с задачами по рефинансированию.

Поэтому мы считаем, что в конце концов S&P подтвердит рейтинг УРСИ на текущем уровне (если только не захочет снизить рейтинг по каким-либо иным причинам, которых мы пока не видим). По нашим оценкам, соотношение Долг/EBITDA у компании по итогам 1-го полугодия 2007 г. составило около 2x, и вряд ли существенно изменилось во 2-м полугодии. Мы также не ждем заметного роста долговой нагрузки УРСИ в ближайшие годы.

Доступные сейчас на вторичном рынке облигации УРСИ (8.56%) не кажутся нам привлекательными. На наш взгляд, новые выпуски от эмитентов из списка репо ЦБ (в т.ч. от УРСИ и других телекомов Связьинвеста) будут предлагать значительную премию к уровням вторичного рынка.



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		

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, опубликовывать, 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.