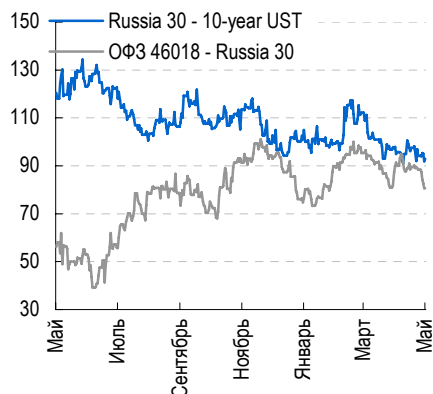


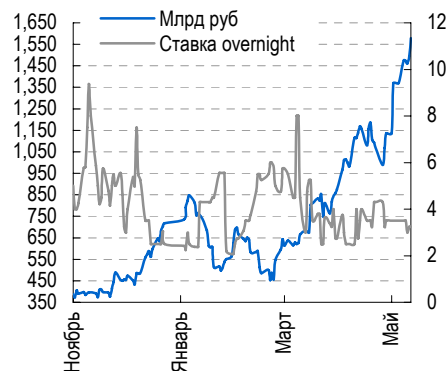
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 18 мая 2007 г.

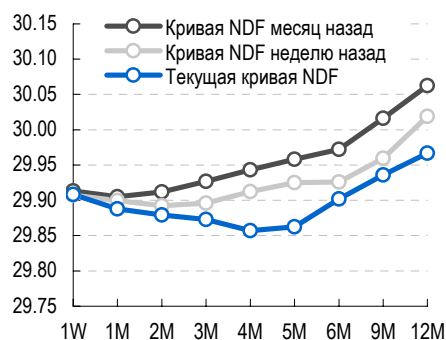
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 мая	Выплата НДС
22 мая	Размещение руб.обл. Сэтл Групп-1
22 мая	Размещение руб.обл. Девелопмент-Юг-1
23 мая	Размещение руб.обл. Объед.Кондитеры-1
23 мая	Durable Goods Orders в США
24 мая	Размещение руб.обл. Промсвязьбанк-5
24 мая	Размещение руб.обл. Томск-34001
25 мая	Выплата акцизов и НДС

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** выросли на сильной статистике и выступлении Бернанке. Спрэды **ЕМ** на минимумах. Сегодня оферта по **AKBBIN 09** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Вышедшие «на вторичку» **Белон-2** и **Магnezит-2** выглядят дорого. **Мособлгаз-1** и **Кора-1** имеют потенциал сужения спрэдов. **УИДЗ-1**, вероятно, принесут на оферту. Сегодня «на вторичке» появится очередная порция выпусков. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Агентство Standard & Poor's подтвердило рейтинги ХКФ Банка.** S&P пишет, что альянс с НОМОС-Банком может привести к синергетическому эффекту, но указывает, что рейтинг ХКФБ может быть понижен на 1 ступень в том случае, если чешская PPF станет миноритарным акционером образуемой группы. Мы полагаем, что этого не произойдет (стр. 3).
- ФСФР объявила о расширении списков высших котировальных листов бирж** за счет ипотечных облигаций и ценных бумаг иностранных государств (стр. 3).
- Вкратце: Банк АК Барс (Ba2/NR/BB-) планирует осенью 2007 г. провести IPO** (Источник: Ведомости). На наш взгляд, для российских банков, контролируемых федеральным или региональными правительствами, позитивный кредитный эффект от IPO гораздо скромнее, чем для частных банков. Ключевым фактором поддержки кредитного профиля АК Барса является его статус «опорного» банка правительства Республики Татарстан, которое прямо и косвенно владеет 93% акций банка. Мы полагаем, что в случае IPO контроль над АК Барсом по-прежнему останется у Татарстана, а спрэды облигаций банка вряд ли серьезно отреагируют на это событие.
- Вкратце: Розничная сеть ДИКСИ (NR) снизила цену размещения акций в ходе IPO.** По-прежнему сохраняется неопределенность по двум вопросам: 1) завершится ли IPO (скорее всего, да) и 2) получит ли сама компания какие-то деньги. Насколько мы понимаем, последнее будет зависеть от того, какой объем акций и по какой цене будет размещен. Доходность облигаций Дикси-Финанс снизилась до 10.0%, что соответствует справедливому уровню спреда к выпуску Копейка-3 (9.80%) на уровне 20бп. Выпуски близки по кредитному качеству и дюрациям, но в облигациях Копейки присутствует короткий пут-опцион.
- Вкратце: Шинный холдинг Амтел опубликовал предварительные рез-ты за 2006 г.** Долг не превысил выручку (ковенанта), но в целом долговая нагрузка остается очень высокой, как, впрочем, и риски рефинансирования CLN Amtel 07, погашение которого запланировано на 30 июня.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.75	+0.04	+0.07	+0.05
EMBI+ Spread, бп	155	-4	-7	-14
EMBI+ Russia Spread, бп	92	-4	-4	-4
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.01	+0.01	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	-0.01	-0.05	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	479.4	+26.7	+67.5	-186.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1099.4	+57.5	+373.0	+984.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	140.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.24	-0.11	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	70.3	+2.3	+4.3	+9.6
Индекс РТС	1843	-14	-122	-67

Рынок еврооблигаций

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

Доходности US Treasuries вчера заметно выросли. Среди основных причин – сильные экономические данные, а также выступление председателя ФРС **Б.Бернанке**, в котором он выразил уверенность, что проблемы в сегменте sub-prime mortgages не окажут серьезного влияния на экономику страны. По итогам дня доходность **UST10** достигла 4.75% (+46п) – это самое высокое значение за последний месяц.

Облигации Emerging Markets вчера не захотели или не успели среагировать на рост доходностей UST. В результате спрэд **EMBI+** вновь достиг исторического минимума в 155бп.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) сегодня утром открылись на уровне 113 1/16 – 113 3/16, спрэд к UST составляет около 94бп. Торговый день прошел по «стандартному» сценарию – активность была невысока, а российские еврооблигации следовали за американским рынком. На новостях об альянсе ХКФБ с НОМОС-Банком выросли котировки еврооблигаций **НСФВ 10** (+1/2; YTM 8.50%) и **NOMOS 10** (+1/8; YTM 8.02%).

Сегодня в выпуске **АКВВВН 09** наступает дата пут-опциона. Насколько мы понимаем, в связи с напряженностью вокруг аффилированной с БИН-Банком Русснефти инвесторы вряд ли захотят оставить себе АКВВВН 09 еще на 2 года с купоном 9.50%. Котировки выпуска в последние дни находились чуть ниже номинала, поэтому мы предполагаем, что большинство держателей воспользуется пут-опционом.

Вчера завершилось размещение кредитных нот украинского девелопера **XXI Век** (NR). Купон составил 10%, объем выпуска – USD 175 млн., срок до погашения – 3 года, пут-опцион в 2009 году.

Рынок рублевых облигаций

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

Избыточная ликвидность продолжает оказывать мощную поддержку вторичному рынку и новым размещениям. ОФЗ завершили день в небольшом плюсе, даже несмотря на вечерние продажи, спровоцированные ростом доходностей UST.

В корпоративном сегменте мы увидели ожидаемый рост котировок выпусков, впервые вышедших на вторичных торгах. Это в первую очередь касается облигаций **Белон-2** (до 100.65; YTP 9.12%; Z-свопы+337бп) и **Магnezит-2** (до 101.0; YTP 8.37%; Z-свопы+278бп). Напомним, что многие нерезиденты и управляющие компании могут покупать выпуски только в ходе вторичных торгов. Так или иначе, оба упомянутых выпуска, на наш взгляд, выглядят дорого (см. комментарии по Магнезиту от 11 апреля и по Белону от 1 марта и 5 мая).

В соответствии с нашими предположениями, на новостях о создании банковского альянса ХКФБ-НОМОС выросли котировки выпусков **ХКФБанк-2** (+40бп; YTP 9.11; Z-свопы+348бп), **ХКФБанк-3** (+28бп; YTP 8.99%; Z-свопы+365бп) и **ХКФБанк-4** (+8бп; YTP 8.96%; Z-свопы+358бп). На наш взгляд, сравнительно короткие 3-й и 4-й выпуски еще сохраняют потенциал сужения спреда на 5-10бп.

Вчерашние первичные размещения прошли достаточно успешно. Ставка купона по облигациям **Мособлгаз-1** была установлена в размере 8.80% (YTP 8.99%; Z-свопы+355бп). С нашей точки зрения, учитывая временную структуру среднесрочных процентных ставок, справедливая доходность Мособлгаз-1 составляет около 8.70% (см. вчерашний комментарий).

Купонная ставка до 2-летней оферты по дебютному выпуску **ТГК-8** сложилась на уровне 8.00% (YTP 8.16%; Z-свопы+250бп). Это соответствует нашим представлениям о «справедливой» доходности за 2-летний риск ТГК-8 (см. комментарий от 16 мая). В ходе другого размещения энергетической компании, **Челябэнерго-1**, доходность сложилась около 8.58% к годовой оферте (купон 8.40%). К сожалению, из-за небольшого объема займа (всего 600 млн. рублей), вероятно, ликвидность выпуска будет сравнительно низкой.

Вчера также были объявлены купоны до погашения по выпуску **УИДЗ-1** (УТР 25.13%) - ставка снижена до 11% (ранее 11.60%). Учитывая высокие бизнес-риски для УИДЗ, связанные с вовлеченностью в серьезный корпоративный конфликт, мы полагаем, что большинство держателей облигаций предпочтет предъявить его к оферте.

Сегодня на вторичные торги выйдут облигации **Аркада АПК-3** (УТР 14.08%), **Русские масла-2** (УТР 12.86%), **Кировский завод-1** (УТР 9.19%), **Холидей-1** (УТР 11.44%), **МОИТК-2** (УТР 9.02%). Вероятно, котировки последних трех выпусков вырастут по сравнению с уровнями «форвардов».

Мы также хотели бы напомнить, что сибирские ритейлеры Кора и Холидей не так давно объявили о слиянии, при этом облигации **Кора-1** (УТР 12.07%) торгуются со спрэдом к более длинному выпуску Холидей-1 на уровне 65бп. Для сравнения – премия **Карусель-1** (УТР 8.30%) к кривой Пятерочки/Х5 составляет не более 15-20бп.

Напомним также, что сегодня должна состояться оферта по выпуску **ОСТ-2** (УТМ 13.05%). Ранее мы ошибочно писали, что вместе с объявлением нового купона в структуру выпуска был встроен пут-опцион в ноябре 2007 года. На самом деле после прохождения оферты облигации будут торговаться до погашения в мае 2008 г.

S&P сдержанно отреагировало на альянс ХКФБ и НОМОС-Банка

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

Агентство Standard & Poor's подтвердило рейтинги ХКФБ Банка после новости о создании альянса с НОМОС-Банком. S&P пишет, что объединение может привести к синергетическому эффекту, но указывает, что рейтинг ХКФБ может быть понижен на 1 ступень в том случае, если чешская PPF станет миноритарным акционером образуемой группы.

На наш взгляд, этого не произойдет. Действительно, капитал НОМОС-Банка (около USD600 млн. на конец 2006 г.) превышает капитал ХКФБ (около USD380 млн.). Однако, вряд ли сделка по формированию банковского холдинга ограничится лишь внесением акционерами своих долей в банки. Мы предполагаем, что в сделке будет присутствовать и денежная составляющая. PPF намерена скорее увеличивать, чем уменьшать свое присутствие в российском финансовом секторе. Напротив, акционеры НОМОС-Банка планировали монетизировать часть своей доли через IPO. Поэтому PPF, скорее всего, не станет миноритарием в создаваемом холдинге.

Мы по-прежнему считаем, что альянс окажет позитивное влияние на рейтинги двух банков. Будет интересно услышать комментарии агентства Moody's, поддерживающего рейтинги ХКФБ и НОМОС-Банка, а также Fitch («рейтингует» только НОМОС-Банк).

Как мы и предполагали, вчерашняя новость спровоцировала сближение спрэдов облигаций ХКФБ и НОМОС-Банка за счет снижения доходности и роста котировок выпусков ХКФБ (см. рыночный комментарий на стр. 2).

ФСФР приняла решение о расширении списков высших котировальных листов

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

ФСФР объявила о расширении списков высших котировальных листов бирж за счет ипотечных облигаций и ценных бумаг иностранных государств (Источник: Коммерсантъ).

На наш взгляд, это шаг в правильном направлении. Например, действующие сейчас правила включения облигаций в котировальный лист А1 ММВБ устроены очень «причудливо». По смыслу, в нем должны присутствовать только первоклассные облигации. В реальности далеко не все действительно качественные эмитенты соответствуют действующим требованиям. Одновременно в А1 присутствуют откровенно слабые

эмитенты. «Узкий» состав списка А1 в сочетании с растущим объемом пенсионных средств под управлением негосударственных УК (вынужденных инвестировать часть денег в бумаги А1) приводит к серьезным «ценовым искажениям» на рынке облигаций.



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный департамент
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления 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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

Электроэнергетика

Джордж Лиллис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@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.