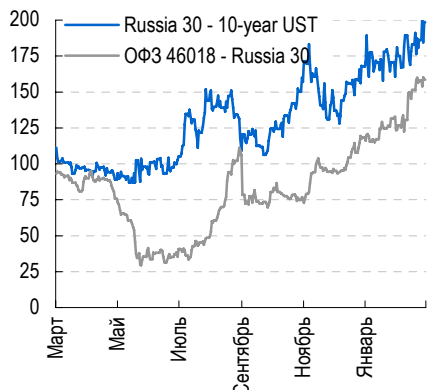


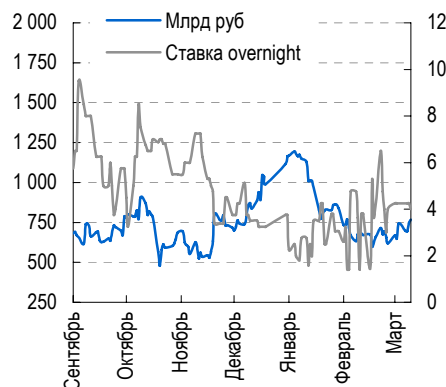
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 20 марта 2008 г.

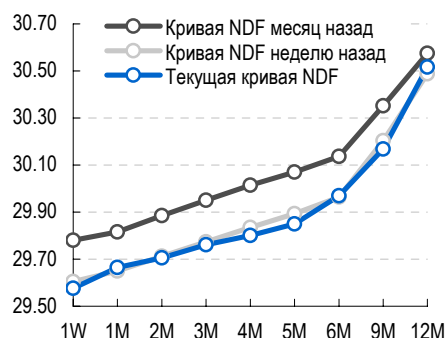
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 мар	Индекс Philadelphia Fed
20 мар	Индекс Leading Indicators
24 мар	Статистика по вторичному рынку жилья США
25 мар	Уплата акцизов, НДПИ
25 мар	Индекс Richmond Fed
25 мар	Размещение руб. обл. Соцгорбанк-1
25 мар	Размещение руб. обл. Спартак-Казань-2
28 мар	Уплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Негативные новости вчера «перевесили». Разворота тенденции мы пока не ожидаем. Спрэд **VTB 12-VTB 11** может быть интересен (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Минфин расщедрился на премию. Рублевая ликвидность пополняется, но поводов для покупок мы не видим. Купон по **УВЗ-2** непривлекателен (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Представитель АФК Система (Ba3/BB-/BB-) подтвердил в интервью Bloomberg намерение компании привлечь 10 млрд. долл. Стр. 3.
- Вкратце: Евраз (Ba2/BB-/BB-) объявил о том, что сделка по объединению Распадской (Ba3/B+) и Южубассугля (NR) не состоится. Напомним, что в результате сделки Евраз должен был получить контроль над Распадской. С одной стороны, это означает, что полной конвергенции кредитных рисков Евраза и Распадской не произойдет. В то же время, Евраз сохранит свою 40%-ную долю в угольной компании, которая является крупным поставщиком угля на заводы Евраза. Кроме того, Распадская сама по себе является сильной компанией с кредитной точки зрения. Евраз же сейчас увлекся сделками M&A, от чего его «кредитные метрики» могут пострадать. Исходя из этих рассуждений, мы не видим фундаментальных причин для расширения спреда выпуска RASPAD 12 к кривой доходности Евраза (около 100bp). Напротив, этот спрэд может сузиться.
- PepsiCo (Aa2/A+/AA-) покупает производителя соков Лебедянский (Ba3). (Источник: Bloomberg). Спекулятивный потенциал в неликвидных облигациях компании с плавающим купоном отсутствует. В более широком контексте новость позитивна для кредиторов российских пищевых компаний.
- Вкратце: Сибур (Ba2/NR/BB-) открыл кредитную на 120 млрд. руб. в дополнение к зарегистрированным недавно облигациям на ту же сумму. Представитель компании сказал, что деньги могут понадобиться для финансирования инвестиций, в т.ч. сделок M&A. (Источник: Ведомости). На наш взгляд, эти новости указывают на риски ослабления кредитного профиля Сибура в будущем. Единственный выпуск облигаций компании в любом случае выглядит дорого с точки зрения *relative value*.
- Вкратце: В офисах ТНК-ВР прошли обыски (Источник: Reuters). Несмотря на то, что пока нет поводов говорить об ухудшении фундаментального кредитного профиля компании, новости, тем не менее, могут спровоцировать продажи в еврооблигациях TMENRU.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.33	-0.16	-0.44	-0.70
EMBI+ Spread, бп	313	+8	+38	+74
EMBI+ Russia Spread, бп	205	+11	+28	+58
Russia 30 Yield, %	5.31	-0.02	-0.17	-0.20
ОФЗ 46018 Yield, %	6.90	-0.03	+0.10	+0.43
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	610.8	-14.4	+76.4	-277.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	156.5	+36.1	+15.7	+41.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	7.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.95	-1.38	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	-0.01	-0.13	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	100.7	-4.9	+2.3	+6.8
Индекс РТС	2016	-3	-5	-275

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

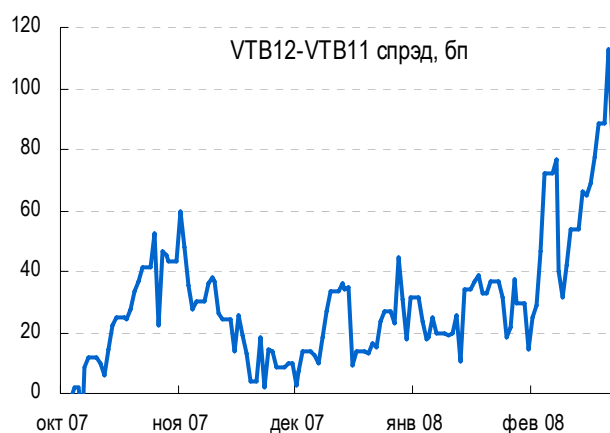
Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В отсутствие значимой экономической статистики рынок **US Treasuries** вчера следовал за рынком акций. Тот, в свою очередь, показывал негативную динамику. Несмотря на позитивные новости (неплохая отчетность Morgan Stanley, смягчение нормативов достаточности капитала для Fannie Mae и Freddie Mac), инвесторы предпочли обратить внимание на снижение цен на нефть и другие сырьевые товары, которое, по их мнению, является косвенным признаком опасений замедления экономического роста. Кроме того, вчера инвестбанки **Goldman Sachs, Lehman Brothers** и **Morgan Stanley** подтвердили, что пользовались «дисконтным окном» **ФРС**. Правда, представители всех трех банков отметили, что прибегли к этому инструменту не из-за собственных проблем с финансированием, а лишь для того, чтобы подвигнуть остальных участников рынка на использование этого непопулярного инструмента в случае проблем с ликвидностью. Как бы то ни было, воодушевить рынок этими заявлениями им не удалось. Доходности **US Treasuries** вдоль всей кривой вчера снизились примерно на 15 бп.

Спрэд **EMBI+** расширился на 8 бп. до 313бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** крепко держится у отметки в 115 1/8 пп по цене. Его спрэд, по понятным причинам, вчера расширился со 180 бп до 195 бп. В корпоративном сегменте активности немного. Мы отметили продажи в выпуске **RASPAD 12** (см. наш комментарий на стр. 1) и в облигациях **TMENRU** (на новостях об обысках в офисе компании). В то же время, второй день подряд участники рынка активно покупают **VTB 12** (YTM 7.24%) – за это время его котировки выросли на 1/2 пп. Нам нравится этот выпуск – спрэд между ним и **VTB 11** расширился до 90 бп., что выглядит весьма приличной премией за год разницы в дюрациях:



В **США** сегодня будут опубликованы индекс **Leading Indicators** и промышленный индекс **ФРС Филадельфии**. Основываясь на комментариях иностранных аналитиков, внушающих нам уважение, мы по-прежнему ожидаем сохранения потока слабых рецессионных новостей и полагаем, что **FED RATE** к середине года будет снижена как минимум до 1.5%. А значит, доходности **UST** по меньшей мере пока не пойдут выше, а аппетит к риску по-прежнему останется минимальным.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В центре внимания вчера были два аукциона **ОФЗ**. Минфину удалось разместить порядка 63% из предложенного объема выпуска серии **46022** (средневзвешенная доходность 6.89%). Успех в размещении более короткого **ОФЗ 25062** был меньшим (размещено 29% предложения, средневзвешенная доходность 6.49%). Столь неплохие итоги размещений на фоне недавних провалов связаны с тем, что **Минфин** неожиданно расщедрился на достаточно солидную премию (около 10-15бп). Кроме того, помогло улучшение ситуации с рублевой ликвидностью – за два дня сумма корсчетов и депозитов пополнилась на 72 млрд. рублей. По оценкам наших дилеров, валютных интервенций **ЦБ** в этот период не было, поэтому средства, скорее всего, пришли из бюджета. Возможно также, что **ЦБ** выкупил часть **ОБР**.

В целом же, вчера инвесторы были настроены на умеренно-позитивный лад. Котировки среднесрочных облигаций **1-го эшелона** вчера прибавили порядка 20-30бп в цене. Хуже рынка вновь выглядел выпуск **ГидроОГК-1** (YTM 8.97%, -12бп). Во **2-м эшелоне** пользовались спросом включенные накануне в котировальный список **A1** облигации **Седьмой континент-2** (YTP 10.57%, +19бп). Сейчас поддержку рынку, возможно, оказывают приток ликвидности и временная эйфория от снижения ставки **ФРС**. Однако уже со следующей недели, когда начнутся очередные налоговые выплаты, а также новые размещения корпоративных бумаг (каждый раз с премией к рынку), мы полагаем, долговой рынок снова вернется в русло нисходящего тренда.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Уралвагонзавод-2** (YTP 9.64%) была определена новая годовая оферта с купоном 10.5% (предыдущий был 10.1%). На наш взгляд, в текущих условиях это недостаточный уровень доходности, поэтому разумнее предъявить бумагу к оферте и найти что-то более интересное с точки зрения риск/доходность/репутация.

АФК Система (Ва3/ВВ-/ВВ-) подтверждает намерение привлечь 10 млрд. долл.

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

Намерение Системы привлечь столь впечатляющий объем займов в телевизионном интервью агентству Bloomberg подтвердил первый вице-президент холдинга А. Абугов. Г-н Абугов отметил, что средства могут понадобиться для крупных М&А-сделок, в основном в России и Украине, уточнив, что речь может идти об участии в приватизации крупных телекоммуникационных госкомпаний. Представитель Системы подчеркнул, что у компании очень низкая долговая нагрузка, в частности, консолидированное соотношение Долг/EBITDA составляет менее 2х (спорное утверждение насчет того, что такого рода долговая нагрузка – очень низкая, особенно в текущих условиях).

Напомним, что в феврале уже появлялось сообщение о 10-миллиардных «аппетитах» Системы, но тогда мы предположили, что речь идет о программе на несколько лет и порекомендовали дождаться дополнительных пояснений от компании. Сейчас более-менее понятно, что Система готовится к приватизации Связьинвеста, о которой недавно заговорили вновь.

Несмотря на то, что эта приватизация в очередной раз может и не состояться, т.е. реально увеличения долговой нагрузки Системы может и не произойти, мы полагаем, что намерения и риторика Системы могут смутить и немного испугать ее кредиторов, а также рейтинговые агентства.

Если последние поставят рейтинги Системы в списки на понижение или изменят прогноз на «Негативный», то мы можем увидеть ослабление котировок не только длинных еврооблигаций AFKSRU 11 (7.33%), но и размещенного недавно годового рублевого выпуска (9.67%), одна из составляющих «качества» которого –

«репуемость» в ЦБ – зависит от кредитных рейтингов (правда, даже после гипотетического снижения рейтингов Системы на 1 ступень они бы все равно удовлетворяли критериям Ломбардного списка, но тем не менее, повод «понервничать» есть). Кстати, в апреле состоится погашение первого выпуска еврооблигаций компании – AFKSRU 08.



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.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, 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.