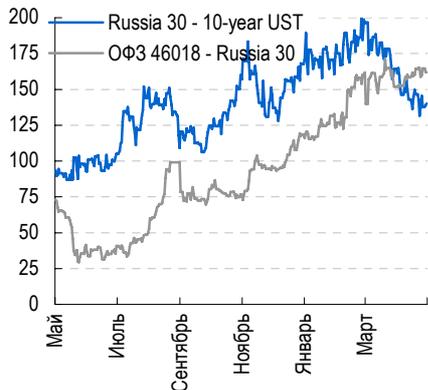
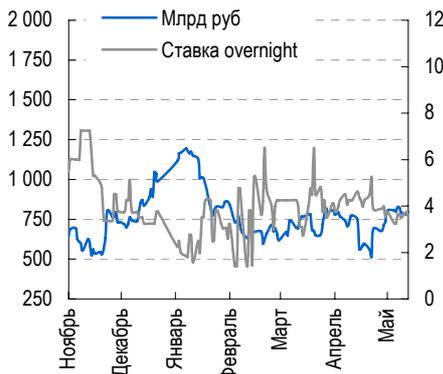


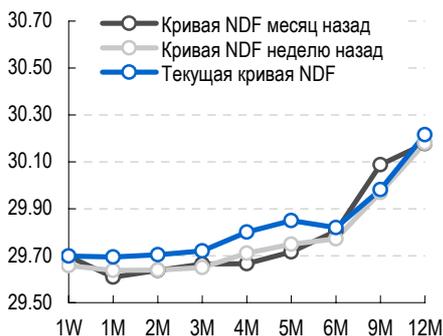
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 май	Индекс цен производителей (APR)
21 май	Размещение руб. обл. ВКМ-Лизинг-1
21 май	Отчетность Северстали за 1 кв. 2008
21 май	Стенограмма апрельского заседания ФРС
22 май	Размещение руб. обл. НС-Финанс-1
23 май	Статистика по вторичному рынку жилья США
23 май	Размещение руб. обл. Сенатор-1
23 май	Размещение руб. обл. Нац.Капитал-2

Рынок еврооблигаций

- Скучное начало недели на мировых рынках
- Суперблиц от ВТБ (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- «Боковик», привлекательные векселя Сбербанка и лазейка в критериях депозитных аукционов Минфина (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- ИжАвто (NR): результаты по РСБУ за 2007 г. и 1-й квартал 2008 г. (стр. 4)
- ТМК (ВаЗ/ВВ-) отчиталась за 2007 г. по МСФО. Выручка трубной группы в долларовом выражении в отчетном периоде увеличилась на 23% и достигла 4.2 млрд. долл. Высокая степень вертикальной интеграции ТМК и устойчивый спрос на трубы позволили компании практически полностью нивелировать эффект быстрого роста цен на сталь, чугун, лом и другие ресурсы. Поэтому рентабельность по EBITDA в 2007 г. снизилась незначительно – с 23.5% до 22.3%. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» по итогам года составило 1.4x. Недавно ТМК объявила о покупке трубных активов канадской Ipsco за 1.7 млрд. долл. Moody's и S&P изменили прогнозы рейтингов ТМК со «Стабильного» на «Негативный». Однако если компания успешно рефинансирует сделку за счет допэмиссии акций, снижения рейтингов не последует. Котировки коротких рублевых и еврооблигаций ТМК достаточно стабильны и слабо реагируют на кредитные новости.
- Вкратце: S&P вывело рейтинг УРСИ (ВВ-) из списка CreditWatch, куда он был ранее помещен с негативным прогнозом. В феврале 2008 г. S&P было напугано неспособностью компании привлечь кредит на 1.5 млрд. руб. В наших тогдашних комментариях (от 18 февраля) мы уже указывали, что проблема с ликвидностью у УРСИ несколько надуманна. На наш взгляд, в сегменте облигаций «дочек» Связынвеста имеет смысл приобретать новые бумаги или выпуски с новыми купонами, т.е. те, что прошли процедуру repricing'a.
- Вкратце: Премьер-министр РФ В.Путин поручил обеспечить увеличение капитала РСХБ (АЗ/ВВВ+) на 30 млрд. руб. Новость весьма позитивна для кредиторов банка, т.к. демонстрирует заботу правительства об устойчивом развитии одного из системообразующих финансовых институтов. В настоящее время РСХБ проводит роад-шоу очередного выпуска еврооблигаций.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.83	-0.02	+0.12	-0.20
EMBI+ Spread, бп	256	0	-9	+17
EMBI+ Russia Spread, бп	146	+2	-22	-1
Russia 30 Yield, %	5.22	0	-0.13	-0.29
ОФЗ 46018 Yield, %	6.84	-0.03	-0.03	+0.37
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	643.4	+30.0	+8.7	-245.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	151.1	-14.3	+10.1	+36.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.83	+0.08	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.67	-0.05	+0.06	+0.03
Нефть (брент), USD/барр.	125.1	+0.1	+11.2	+31.2
Индекс РТС	2488	0	+312	+197

Рынок еврооблигаций

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

СКУЧНОЕ НАЧАЛО НЕДЕЛИ

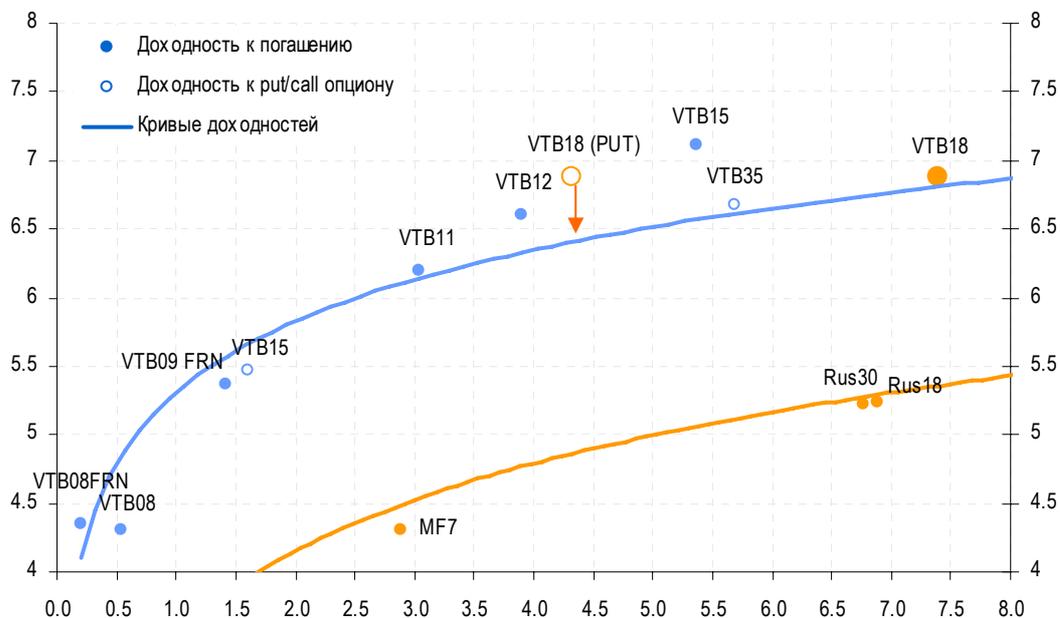
Из важной статистики в США вчера был опубликован лишь индекс **Leading Indicators**, который оказался немного выше консенсус-ожиданий. На этой позитивной новости доходности **US Treasuries** несколько выросли вместе с рынками акций, но вскоре скорректировались вниз, закрывшись на 2-5бп ниже уровней открытия (10г UST 3.83%, 2г UST 2.39%).

В долговом сегменте развивающихся рынков тоже не произошло существенных изменений. Спрэд **EMBI+** остался на уровне закрытия пятницы – 256бп. Бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.22%) также выглядит крепко, спрэд к UST остается в диапазоне 137-139бп. В корпоративных облигациях продолжается рост котировок практически по всему спектру бумаг. Вчера они в среднем прибавили еще 1/4пп - 1/2пп. Исключение составили облигации **ВТБ** (на новостях о размещении нового выпуска их котировки снизились на 1/8пп – 3/16пп) и **Северстали** (те же причины, но котировки не меняются – сильна поддержка покупателей). В то же время, в целом, в первом эшелоне активности немного. Даже по облигациям **Газпрома** не всегда можно найти «экранные» котировки. Во втором и третьем эшелонах стоит отметить спрос на **NKNCRU 15** (YTM 8.87%) а также на рублевый выпуск **VOSEXP 09** (YTM 12.07%), за день прибавивший в цене около 1 3/4пп.

В США сегодня будет опубликован индекс цен производителей за апрель.

СУПЕРБЛИЦ ОТ ВТБ

Вчера утром **ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) объявил о планах по размещению выпуска еврооблигаций «крупного» объема (benchmark), днем были опубликованы параметры займа и ориентиры по доходности, а уже вечером была объявлена окончательная цена размещения. Объем выпуска составил 2 млрд. долл., срок до погашения – 10 лет, однако в структуре выпуска предусмотрен put-опцион после 5-ти лет обращения. Облигации были размещены по нижней границе с доходностью 6.875%.



На наш взгляд, размещение выпуска такого громадного объема в столь сжатые сроки является позитивным сигналом для рынка, даже учитывая, что **ВТБ** и организаторы до этого провели какую-то подготовительную работу. Что касается инвестиционной привлекательности самого выпуска, то, на наш взгляд, он имеет потенциал роста котировок. Фактически это 5-летний выпуск с опционом «на удлинение». Потенциал снижения доходности мы оцениваем в 15-20бп. Сегодня утром мы уже видели котировки выпуска на уровне 100 ½ - 101 пп (6.75% к погашению, 6.66% к путу).

Кстати, по следам ВТБ и РСХБ (последний сейчас проводит размещение), о возможном выходе на рынок вчера объявил и Сбербанк (A2/BBB+).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

«БОКОВИК» И ВЕКСЕЛЯ СБЕРБАНКА

Если спросить любого трейдера о том, что вчера происходило в рублевых облигациях, то, скорее всего, он со скучающим видом ответит: «боксовик». В понедельник диспозиция на долговом и денежном рынках абсолютно никак не поменялась: котировки подавляющего большинства бумаг колебались в пределах +/- 10bp, активность торгов невысокая. Мы отметили, что на общем фоне несколько оживился сегмент **ОФЗ** – объем торгов составил почти 1 млрд. рублей, что примерно в два раза больше привычного в последнее время среднедневного оборота. Спросом пользовались преимущественно среднесрочные и короткие выпуски (**25061, 46002, 27026**); их котировки подросли примерно на 5-10bp.

В заключение этой секции отметим, что, по сообщению наших трейдеров, продолжается эмиссия векселей **Сбербанка** по очень привлекательным ставкам: 9.5% на год и 10% на полтора года. Это можно рассматривать как еще один эпизод репрайсинга ликвидности на долговом рынке. У векселей, конечно, есть несколько недостатков по сравнению с облигациями, но их тоже можно рефинансировать (в т.ч. в ЦБ). На фоне 9.5-10% за короткий риск Сбербанка многие рублевые облигации выглядят «дороговато».

ЛАЗЕЙКА В КРИТЕРИЯХ ДОПУСКА К ДЕПОЗИТНЫМ АУКЦИОНАМ

Сегодня состоится очередной депозитный аукцион на 50 млрд. рублей, минимальная процентная ставка – 7.50%. Мы не думаем, что спрос на аукционе будет высоким, однако в этом плане очень любопытна сегодняшняя заметка в газете **Коммерсантъ**. В ней говорится, что **Юниаструм банк** (B2) заключил генеральное соглашение с **Минфином** на размещение бюджетных средств. Рейтинг банка по международной шкале очевидно не удовлетворяет установленным минимальным требованиям (BB-/Ba3), однако при подаче заявки Юниаструм ссылаясь на рейтинг по национальной шкале (Baa1.ru). И, действительно, ни в постановлении правительства, ни в нормативных документах Минфина не сказано, что речь идет именно о международных рейтингах. Получается, что при расчете лимита для Юниаструм банка будут использоваться те же поправочные коэффициенты, что и в случае, скажем, **ВТБ**.

Конечно, небольшие банки нуждаются в дополнительных средствах намного острее, нежели крупные организации, однако ловкий ход **Юниаструм банка** вряд ли можно расценивать в том смысле, что Минфин дает карт-бланш. Скорее всего, в ближайшее время будут внесены необходимые поправки в законодательство. Если бы **Минфин** действительно хотел расширить круг банков, имеющих доступ к бюджетным деньгам, то с его стороны было бы логичней снизить требования к международным рейтингам (например, до тех, которыми руководствуется ЦБ). Вместе с тем, бюрократическая машина раскачивается довольно долго, поэтому пока ничто не мешает небольшим банкам воспользоваться «лазейкой».

НОВЫЕ КУПОНЫ

По облигациям **Техносила-1** (УТР 14.53%) была объявлена в пятницу новая годовая оферта с купоном 12.50% (исходя из текущих котировок, доходность составит около 12.95%). Также в выпуске **Энергомаш-1** (УТР 12.57%) на полтора года была установлена процентная ставка в размере 13%. Наконец по **ЛБР-Интертрейд-1** (УТР 35.40%) купон был определен на уровне 14.5%.

ИжАвто (NR): результаты по РСБУ за 2007 г. и 1-й кв. 2008 г.

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

По итогам 2007 г., выручка компании составила 23.1 млрд. руб. (+27.1% к уровню 2006 г.). Этот рост обусловлен как увеличением физического объема производства автомобилей, так и изменением модельного ряда в пользу более дорогих моделей (KIA замещает ВАЗ и ИЖ).

Неприятной тенденцией является снижение операционной рентабельности (см. табл.). Ижевский завод предупреждал об этом инвесторов, но фактические результаты оказались хуже прогнозов компании. Насколько мы понимаем, укрепление рубля и высокая конкуренция на автомобильном рынке не позволяют полностью "переносить" в цену производимых автомобилей рост издержек. Последнее связано с инфляцией и слабой переговорной позицией в отношениях с поставщиками автокомплектов (KIA). Кроме того, маржа также может перераспределяться в пользу дистрибьюторов, контролируемых материнской для ИжАвто группой СОК.

Мы также отмечаем резкий рост оборотного капитала ИжАвто, в первую очередь запасов и дебиторской задолженности. Последнее – тоже «функция» от отношений с дистрибьюторами.

Сокращение операционной рентабельности и рост оборотного капитала привели к увеличению долговой нагрузки ИЖ-Авто в 2007 г. до 9.5x в терминах «Долг/ЕБИТДА» и 7.4x – в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» (компания сохраняет заметный объем денежных средств на балансе). По итогам 1-го квартала 2008 г. показатели долговой нагрузки выглядят еще слабее (см. Таблицу).

Ключевыми рисками для ИжАвто мы считаем очень высокую долговую нагрузку, значительную зависимость от партнеров (KIA, АВТОВАЗ), давление на показатели рентабельности и недостаточную прозрачность материнской группы СОК.

Среди факторов, обеспечивающих определенную поддержку кредитному профилю – высокий спрос на автомобили в России и привлекательность ИжАвто как готовой сборочной площадки для российских и иностранных автогигантов.

Мы надеемся, что в случае возникновения у ИжАвто финансовых затруднений у группы СОК будут возможности и желание оказать поддержку одному из своих "центральных" активов. Насколько мы понимаем, сейчас ИжАвто выставлен на продажу, а наиболее вероятный покупатель – подконтрольный государству АвтоВАЗ. Мы нейтрально относимся к облигациям Иж-Авто на текущих уровнях (12.4% к оферте в декабре).

Ключевые финансовые показатели ИжАвто, РСБУ

Млн.руб.	2006 г.	9 мес. 2007 г.	2007 г.	1 кв. 2008 г.
Выручка	18 144	16 557	23 068	5 351
Валовая прибыль	1 582	1 044	1 121	220
ЕБИТДА	1 280	986	1 108	236
Чистая прибыль	274	171	298	92
Финансовый долг	6 891	9 977	10 483	10 765
Чистый долг	3 964	7 580	8 247	9 826
Собственный капитал	3 845	3 897	3 984	4 038
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	7.1%	6.0%	4.8%	4.4%
ЕБИТДА/проценты (x)	3.5	1.7	1.4	1.1
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	3.1	5.8	7.4	10.4
Чистый долг/Собственный капитал	1.0	1.9	2.1	2.4

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка



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.