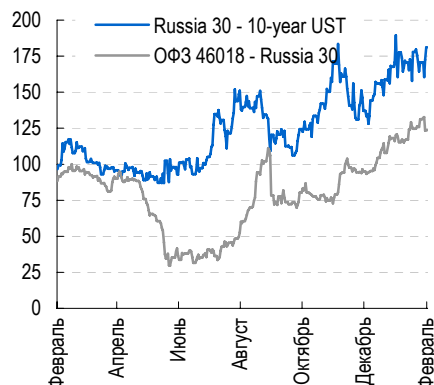


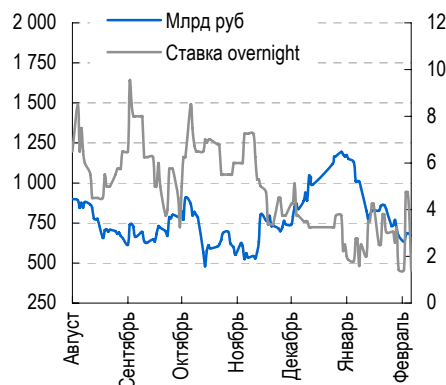
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 22 февраля 2008 г.

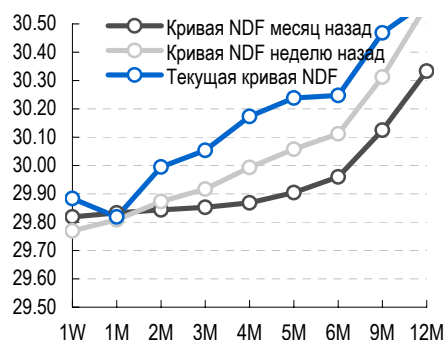
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 фев	Размещение руб. обл. РСХБ-6
25 фев	Статистика по втор. рынку жилья в США
26 фев	Уплата акцизов, НДС
26 фев	Индекс PPI в США
26 фев	Индекс Richmond Fed
27 фев	Размещение руб. обл. СтройАльянс-1
27 фев	Статистика по перв. рынку жилья в США
28 фев	Уплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Откровенно слабый **Philadelphia Fed** спровоцировал волну «бегства к качеству». (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Доходности почти достигли, а кое-где превысили максимумы, которые мы видели в сентябре 2007 г. Среди прочего «разгружаются» и крупные нерезиденты (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ЮТэйр (NR)** сообщает о хороших результатах за 2007 г. по МСФО (стр. 3)
- Вкратце: Банк Петрокоммерц (Ва3/В+)** привлечет 3 млрд. руб. от акционеров путем размещения допэмиссии акций. Вопрос о допэмиссии акционеры банка рассмотрят на собрании 21 марта (Источник: Интерфакс). Новость позитивна для кредиторов банка. В то же время, спекулятивный потенциал в рублевых (9.6%) и еврооблигациях (8.3%) Петрокоммерца, на наш взгляд, весьма ограничен.
- S&P подтвердило рейтинг ВымпелКома на уровне BB+** после поглощения им Golden Telecom (BB+); **Fitch подтвердило рейтинг Евраза на уровне BB-** после новостей о намерении группы приобрести китайскую Delong. S&P считает, что ВымпелКом удержит показатель Долг/EBITDA в пределах 2х; Fitch ожидает, что этот же показатель у Евраза останется в пределах 1.5х. Оба рейтинговых действия соответствуют нашим ожиданиям. Мы не считаем длинные еврооблигации ВымпелКома и Евраза привлекательными из-за высоких рисков «нового предложения» долга.
- Вкратце: Фонд прямых инвестиций, основанный бывшими менеджерами Citi, приобрел 10% акций Банка Возрождение (Ва3).** (Источник: Интерфакс). Учитывая, что речь не идет о допэмиссии, а покупатель – финансовый инвестор, мы воспринимаем новость как нейтральную с кредитной точки зрения. На наш взгляд, рублевые облигации Возрождения (10.2%) – не самый лучший выбор в сегменте банковских облигаций с точки зрения качества/доходность.
- Бинбанк (NR/В-В-) может быть вскоре продан владельцу группы РусАгро (NR) М. Мошковичу.** (Источник: Коммерсантъ). Учитывая, что «старые акционеры» каким-то образом аффилированы с «опальной» Руснефтью (NR), новость может быть воспринята кредиторами Бинбанка как умеренно-позитивная. В любом случае, мы не видим потенциала роста котировок «остатков» единственного выпуска облигаций банка АКBBIN 09 (9.2%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.77	-0.12	+0.34	-0.26
EMBI+ Spread, бп	277	+8	+5	+38
EMBI+ Russia Spread, бп	184	+10	+14	+37
Russia 30 Yield, %	5.58	-0.04	+0.25	+0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	-0.03	+0.29	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	554.7	-6.1	-35.1	-333.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	117.2	-3.3	-305.0	+2.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-16.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.64	-0.28	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.75	0	-0.07	+0.11
Нефть (брент), USD/барр.	96.2	-2.2	+7.8	+2.3
Индекс РТС	2065	+44	+97	-226

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Главным событием четверга стала публикация откровенно слабого индекса деловой активности **Philadelphia Fed**. Столь низкого значения участники рынка не видели с момента последней рецессии в 2001 г. Таким образом, опасения по поводу стагфляции, похоже, получают новые подтверждения. В связи с этим особенно интересным будет выступление главы **ФРС** в Конгрессе, запланированное на следующую среду. Пока же в **US Treasuries** царит волатильность: вчера доходности **US Treasuries** снизились на 10-15 бп на волне «бегства к качеству». Слабее всего отреагировал длинный конец кривой – доходность **30-летних бумаг** снизилась всего на 6 бп до 4.55%. Видимо, сказываются высокие долгосрочные инфляционные ожидания.

В долговом сегменте **Emerging Markets** доходности тоже снизились, но в значительно меньшей степени по сравнению с **UST** – стандартная картина для волны «бегства от рисков». Спрэд **EMBI+** на конец дня составил 277 бп (+8 бп.)

Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.58%) вырос в цене на 1/4 пп., но спрэд к **UST** расширился за пределы 180 бп. В корпоративном сегменте мы отметили покупки в выпусках **RASPAD 12** (YTM 8.05%), **ROLF 10** (YTM 9.70%), **EVRAZ 15** (YTM 8.52%), **ROSBNK 09R** (YTM 9.74%), **MEGAFO 09** (YTM 6.30%), **ALFARU 09** (YTM 7.71%), **BSOYUZ 10** (10.66%). Небольшие продажи прошли в облигациях **CHMFRU 14** (YTM 7.94%) и **ALROSA 14** (YTM 7.40%). Последний выпуск, по нашему мнению, обречен на дальнейшее расширение спрэдов – компания, вероятно, будет увеличивать долговую нагрузку, а также рефинансировать погашаемый в мае евробонд на 500 млн. долл.

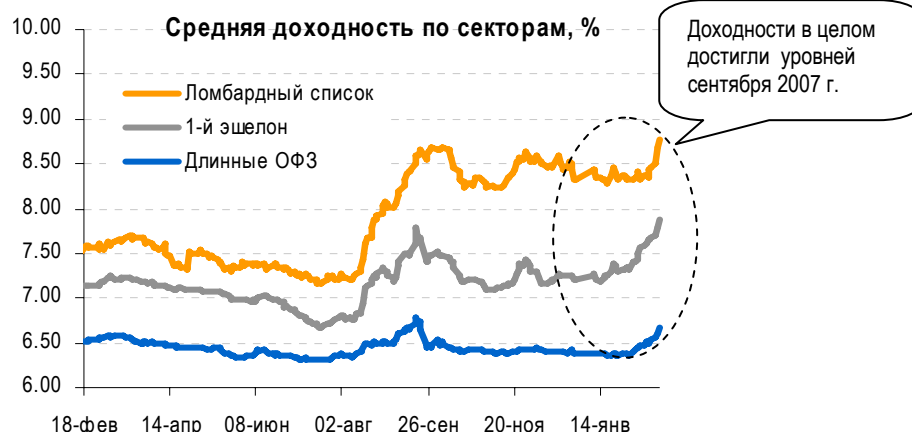
Сегодняшний день обещает быть достаточно спокойным. А вот на следующей неделе нас ждет и выступление **Бернанке**, индекс **PCE**, цифры по рынку жилья и много другой статистики.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки рублевых облигаций продолжают падать. За эту неделю цены выпусков **1-го эшелона** и **ОФЗ** снизились еще примерно на 1.0-1.5 п.п. Как видно из диаграммы, доходности достигли, а кое-где (например, в **1-м эшелоне**) уже превысили максимумы, которые мы видели в сентябре 2007 г. На рынке появляется масса ценовых несоответствий, но говорить о стратегиях «**relative value**» на падающем «**long only**» рынке смысла, пожалуй, нет.



Все более активными становятся продажи во **2-3 эшелонах** – за последние 2-3 дня **МОЭСК-1** (УТМ 8.49%), **Седьмой континент-2** (УТР 10.22%), **ТМК-3** (УТР 9.61%), **Копейка-3** (УТМ 17.4%) и др. потеряли порядка 40-60бп. По оценкам наших дилеров, в последние дни активно начали «разгружать» свои позиции крупные нерезиденты.

Вместе с тем, ситуация с ликвидностью пока вполне комфортна – ставки overnight находятся около 4-5%, объем прямого **репо** с Цб стабилизировался на уровне 39.5 млрд. рублей. Однако уже на следующей неделе начинаются налоговые платежи. В отсутствие «подпитки» в виде интервенций Цб на валютном рынке (корзина стоит +13-14 копеек к биду Центробанка), это наверняка подтолкнет вверх ставки денежного рынка.

Сегодня, перед длинным уик-эндом, на наш взгляд, активность будет относительно невысокой.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Сегодня состоится аукцион по выпуску **РСХБ-6** на 5 млрд. рублей с годовой офертой. Официального price-talk мы не видели, однако слышали об ориентирах по купону на уровне 8.50%. На наш взгляд, это достаточно справедливый уровень (чуть более короткий **РСХБ-4** торгуется около 8.60%). Нам сложно прогнозировать то, как в реальности сложится размещение, и не пройдет ли оно «мимо рынка».

ЮТэйр (NR) сообщает о хороших результатах за 2007 г. по МСФО

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

Как сообщил вчера представитель компании, выручка ЮТэйр в 2007 г. достигла 21.4 млрд. руб. (+32.6%), при этом существенно возросла операционная рентабельность (EBITDA margin 9% против 6.5% в 2006 г.). Мы предполагаем, что повышения эффективности удалось добиться в первую очередь за счет роста объемов более рентабельных вертолетных перевозок, а также – за счет увеличения пассажиропотока в авиаперевозках (для этого бизнес-сегмента характерен эффект экономии на масштабе).

Правда, на этом фоне несколько странным выглядит прогноз результатов компании на 2008 г. – рост выручки на 56% до 33.3 млрд. руб. с одновременным снижением рентабельности по EBITDA до 6.4% (Источник: Business & FM).

Ключевые показатели ЮТэйр				
Млрд.руб.	МСФО		РСБУ	
	2006 г.	2007 г.	9 мес. 2006 г.	9 мес. 2007 г.
Выручка	17.0	21.4*	11.9	16.1
EBITDA	1.1*	1.95*	1.2	1.7
Чистая прибыль	0.626	0.270*	0.325	0.394
Финансовый долг	5.6	н.д.	5.0	7.3
Финансовый долг (с учетом забалансовых обязательств)	-	-	7.9	13.7
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	6.5%	9%	10.1%	10.6%
Чистая рентабельность (%)	3.7%	1.3%	2.7%	2.4%
Финансовый долг/EBITDA (x)	5.1x	н.д.	3.1x	3.2x
Финансовый долг (с учетом забалансовых обязательств) /EBITDA (x)	-	-	4.9x	6.0x

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка *оценки ЮТэйр

Несмотря на достаточно обнадеживающие результаты, мы по-прежнему считаем кредитный профиль ЮТэйр достаточно уязвимым. Это связано в первую очередь с умеренно-высокой долговой нагрузкой (см. табл.) и значительными потребностями компании в модернизации авиапарка. Так, по информации все той же газеты Business & FM, на обновление парка ЮТэйр планирует ежегодно направлять около 200 млн. долл. Очевидно, основная часть инвестиций будет финансироваться за счет займов/кредитов/лизинга, т.к. почти вся операционная прибыль компании идет на выплату процентов и налогов. Поэтому в будущем вероятен рост долговой нагрузки ЮТэйр. Отраслевые риски в сегменте авиаперевозок также достаточно

высоки (цикличность, высокая конкуренция). Одним из факторов «комфорта» для кредиторов ЮТэйр является вероятная (официально не подтвержденная) аффилированность компании с Сургутнефтегазом.

Мы не считаем привлекательными доступные на вторичном рынке облигации ЮТэйр (11.3%). Во-первых, с точки зрения качество/доходность, на рынке много гораздо более интересных выпусков. Во-вторых, в связи с большими инвестиционными аппетитами компании весьма вероятно появление «нового предложения» долга от ЮТэйр.



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.