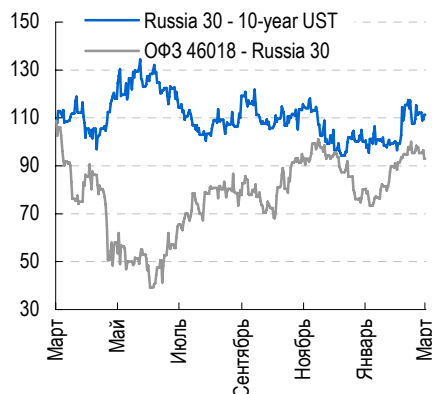


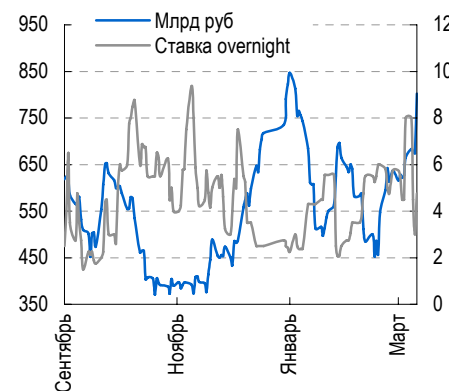
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 22 марта 2007 г.

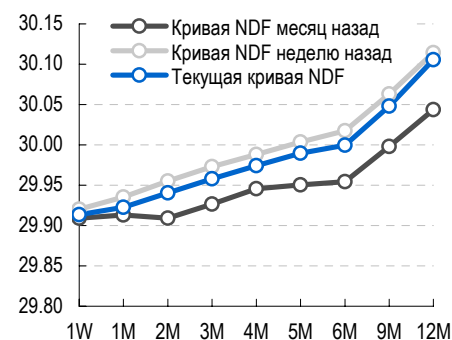
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 мар	Размещение еврообл. Абсолют Банк
22 мар	Initial Jobless Claims в США
22 мар	Размещение руб.обл. Кокс-2
23 мар	Размещение еврообл. Центр Инвест
23 мар	Existing Home Sales в США
23 мар	Размещение руб.обл. Разгуляй-3
26 мар	Выплата акцизов, НДС
26 мар	New Home Sales в США

Рынок еврооблигаций

- Комментарии **ФОМС** порадовали рынок. Аппетит к риску вновь растёт. Комментарии по новым выпускам: **Абсолют**, **ЦентрИнвест**, **Газпромбанк** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- «Неожиданно» комфортная ситуация с ликвидностью и оптимизм в еврооблигациях будут способствовать продолжению покупок в рублевых облигациях. Об интересном выпуске **ABN AMRO** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Разгуляй (NR): комментарий к размещению** (стр. 3)
- Вкратце: Транснефть (A2/BBB+) и Транснефтепродукт (B+) могут быть объединены через обмен акциями** (Источник: Ведомости). На наш взгляд, такая сделка стала бы позитивным событием для кредитного профиля обеих компаний. Тем не менее, выпуск TNEFT 14 (5.74%) не имеет потенциала сужения спреда, т.к. торгуется с минимальной премией к суверенной кривой (10bp к Russia 30).
- Вкратце: Минфин внес на рассмотрение правительства 3-летний бюджет на 2008-2010 гг.**, концепция которого предусматривает еще более жесткую стерилизацию «нефтегазовых» доходов и увеличение объемов заимствований. В случае одобрения предложений Минфина, в 2008 г. рынок ОФЗ может оказаться под давлением большого объема предложения. Однако, на данном этапе еще слишком много неопределенностей, поэтому делать какие-либо прогнозы относительно динамики спреда ОФЗ, на наш взгляд, пока рано.
- Вкратце: Компания Иж-Авто (NR) получила сертификат на модель Kia Sorento**, дающий право на производство и реализацию автомобиля. Завтра Иж-Авто проводит презентацию сборочного производства Kia Sorento. На наш взгляд, компания выбрала верную стратегию развития с ориентацией на сборку недорогих популярных иномарок. В 2006 г., по нашим оценкам, выручка Иж-Авто выросла более чем в 2 раза по сравнению с 2005 г. (до 18-19 млрд. руб.), а показатель Долг/EBITDA снизился с 4.4х до 2.6-2.7х (оценки основаны на рез-тах за 9 мес.). 14 марта 2007 г. Иж-Авто погасила свой единственный облигационный займ, но, насколько мы понимаем, компания в будущем вернется на рынок публичного долга. В настоящее время в обращении находится выпуск **Сок-Автокомпонент** (12.33%) – компании, входящей вместе с Иж-Авто в группу СОК.
- Вкратце: Telenor (A2/BBB+) сообщил, что прекращает консолидировать Киевстар (Ba3/BB-)** в своей отчетности из-за снижения контроля над компанией в результате конфликта с Altimo. Фундаментальный профиль Киевстара пока не страдает от конфликта. Тем не менее, новости могут привести к новым продажам в еврооблигациях **OKST 12** (6.63%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.54	-0.01	-0.14	-0.16
EMBI+ Spread, бп	178	-1	+10	+9
EMBI+ Russia Spread, бп	110	+2	+11	+14
Russia 30 Yield, %	5.65	+0.01	-0.03	0
ОФЗ 46018 Yield, %	6.58	-0.03	-0.01	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	689.8	+87.5	+262.1	+23.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	112.4	+40.1	-47.6	-2.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	21.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.5	-0.42	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.02	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	60.8	+0.6	+0.2	+0.1
Индекс РТС	1847	+16	-87	-63

Рынок еврооблигаций

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

Ставка **FED RATE** вчера была сохранена на отметке 5.25% – вряд ли это стало для кого-то сюрпризом. В комментариях к решению члены FOMC отметили смешанный характер поступающих экономических данных, умеренные темпы экономического роста, продолжающуюся коррекцию на рынке жилья (ни слова про subprime mortgages) и традиционно выразили обеспокоенность инфляцией. Для инвесторов самым важным стало то, что из последнего параграфа комментариев исчезли слова о возможности ужесточения кредитно-денежной политики. Рынок воспринял эти слова как повод к покупке. В итоге доходность **2-летних нот** вчера снизилась на 8бп до 4.53%, **10-летних** – на 1бп до 4.54% (-1бп).

В сегменте **ЕМ** из-за разницы во времени на заявление **FOMC** успели отреагировать лишь латиноамериканские бумаги – **Argentina 33** (YTM 7.01%) и **Brazil 40** (YTM 8.00%) выросли в цене примерно на 1/2. Спрэд **EMBI+** вчера сократился на 1бп до 178бп. Бразилия провела доразмещение выпуска с погашением в 2028 на BRL750 млн. Спрос превысил предложение в 2 раза. Похоже, что аппетит к риску вновь возрастает.

Выпуск **Russia 30** вчера торговался на уровне 113 ½ (UST+108бп). Сегодня утром котировки выпуска стоят на уровне 113 ¾ – 113 7/8, а спрэд сузился до 106-107бп. Достаточно неплохим спросом пользовались корпоративные и банковские выпуски российских и казахстанских эмитентов.

Вчера был озвучен price-talk по новому 3-летнему выпуску **Абсолют банка** (B1/B) – 9.25%. На наш взгляд, это достаточно привлекательный уровень – чуть более короткий **ABSOLT 09** торгуется с доходностью 8.70%. Более 50бп за дополнительный год дюрации – вполне привлекательная премия, поэтому участие в выпуске имеет смысл. Правда, маркируемые сейчас USD ноты **Банка ЦентрИнвест** (B1), имеющего идентичный рейтинг от Moody's, маркируются с доходностью 9.0-9.50% при более коротком сроке до погашения (2 года). Сегодня утром стал известен price-talk по 3-летним **FRN Газпромбанка** – 3m Libor +90 бп. Нам такие ориентиры кажутся достаточно «жесткими» - чуть более длинный выпуск Газпромбанка с погашением в июне 2011 г. торгуется со спрэдом в 135бп к Mid Swaps.

Сегодня в США выйдут **Leading Indicators** и **Jobless Claims**. Помимо этого ожидается выступление **Б.Бернанке**. Возможно, какие-то новости поступят из банковского комитета Сената США, где будет обсуждаться ситуация на рынке subprime mortgages.

Рынок рублевых облигаций

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

Более комфортная, чем ожидалось, ситуация на денежном рынке способствует достаточно уверенным покупкам по всему спектру выпусков ОФЗ и первого эшелона.

В сегменте госбумаг наибольший прирост котировок продемонстрировали выпуски **ОФЗ 46020** (+16бп; YTM 6.86%), **ОФЗ 46018** (+23бп; YTM 6.58%) и **ОФЗ 46021** (+12бп; YTM 6.56%). В корпоративном сегменте мы отметили спрос в облигациях **ЛУКОЙЛ-3** (+10бп; YTM 7.27%), **РЖД-6** (+16бп; YTM 7.02%), **АИЖК-8** (+10бп; YTM 7.69%), **МОЭСК-1** (YTM 8.04%), **Мосэнерго-1** (YTP 7.42%), **ОГК-5-1** (YTP 7.76%) и **Дальсвязь-2** (+25бп; YTP 7.99%).

На первичном рынке прошло размещение облигаций **Банка Восточный Экспресс** (B3). Доходность к годовой оферте сложилась на уровне 10.57%. Таким образом, премия к сравнимому по дюрации выпуску «родственного» банка **УРСА-1** (8.75%) составила около 180бп, что, на наш взгляд, достаточно привлекательно (см. вчерашний комментарий по Банку Восточный Экспресс).

Интересной новостью первичного рынка стало размещение банком **ABN AMRO** (Aa1/AA-/AA) 3-летних рублевых еврооблигаций с купоном 6.0% (годовой). Цена geoffer составила 99.735% от номинала, что соответствует доходности на уровне 6.10%. Таким образом, выпуск был размещен с небольшим (около 10бп) дисконтом к ОФЗ и 3-летним cross currency swaps (эквивалент Libor в 3-летней фиксированной

рублевой ставке). Если дисконт к кривой ОФЗ можно теоретически объяснить (выпуск ABN AMRO не несет в себе риски конвертации, т.к. в случае введения моратория в России на конверсионные операции он может быть погашен в другой валюте; кроме того, у ABN AMRO чуть более высокие рейтинги, чем у России в национальной валюте), то дисконт к cross currency swaps объяснить сложнее. Одной из версий может быть присутствие группы консервативных инвесторов, желающих брать исключительно риск российского рубля (без кредитного риска), но не имеющих возможности торговать NDFами или CCS.

Насколько мы понимаем, предыдущие подобные выпуски (**Eksportfinans** (Aaa/AA+/AAA), KfW (AAA) и EBRD (AAA) размещались вплотную к кривой CCS.

По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ, благодаря продажам валюты, достигла впечатляющих 802 млрд. рублей. По нашим оценкам, вчера в ходе валютных торгов Банк России купил около USD1.2 млрд. Мы полагаем, что «неожиданно» комфортная ситуация с ликвидностью и оптимизм на внешних рынках будут способствовать продолжению покупок в рублевых облигациях.

Разгуляй (NR): комментарий к размещению

*Аналитики: **Денис Воднев**, **Михаил Галкин** e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com*

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа группы Разгуляй. Объем выпуска составляет 3 млрд. руб. срок – 5 лет. По облигациям предусмотрена оферта через 2 года. Эмитент облигаций – SPV группы, компания Разгуляй-Финанс. Поручителями по выпуску выступают компании ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй» и ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй», представляющие собой «вершины» двух ключевых субхолдингов группы. Насколько мы понимаем, сами эти компании не владеют значительными операционными активами.

Группа Разгуляй является вертикально-интегрированным агропромышленным холдингом, основу которого составляют сахарный и зерновой бизнесы. Разгуляй занимает сильные позиции на рынке торговли зерном и рисом и входит в тройку крупнейших в России производителей сахара. По данным самой компании, она контролирует около 12% российского рынка сахара, 10% рынка зерна и 16% рынка крупы. Основным бенефициаром группы является ее основатель Игорь Потапенко (71.7%). После проведения IPO в марте 2006 г. free float составил 28.3% акций, из которых 7.6% принадлежат Deutsche Bank.

Основной слабостью кредитного профиля Разгуляя, которая характерна и для других российских зерновых и сахарных компаний, является высокая цикличность в отрасли и волатильность цен на сельхозпродукцию. Это обуславливает высокие риски как для производственного, так и для трейдингового бизнеса Разгуляя.

Кроме того, насколько мы понимаем, сезонный характер операций (активная фаза – весна-осень) и специфика выращивания с/х культур также создает ряд «неудобств» для Разгуляя, который при всем желании не может сконцентрироваться исключительно на высокомаржинальном бизнесе по выращиванию сахарной свеклы и производству сахара, и вынужден заниматься производством зерна, риса и трейдингом.

Достаточно сложная юридическая структура группы (несколько десятков юр.лиц) также обуславливают определенные кредитные риски.

Перечисленные «слабости» частично нивелируются за счет таких позитивных характеристик кредитного профиля Разгуляя, как господдержка (российское правительство поддерживает высокие импортные пошлины на сахар и рис, поддерживает внутренние цены за счет интервенций, субсидирует процентную ставку для с/х предприятий), сравнительно высокий уровень прозрачности (МСФО), доступ компании на рынок акционерного капитала и пока приемлемые финансовые показатели (см. табл.).

Насколько мы понимаем, в случае неудачи с реализацией планов по привлечению в 2007 г. дополнительного акционерного капитала (допэмиссия возможна только в случае возвращения котировок акций Разгуляя на уровень, зафиксированный при первичном размещении) компания будет вынуждена

удовлетворять инвестиционные потребности за счет новых заимствований, что может привести к росту долговой нагрузки.

Второй выпуск облигаций Разгуляя сейчас торгуется с доходностью около 10.75% к ofercie через 1 год. На наш взгляд, справедливая доходность по новому выпуску составляет не менее 11.25%. Облигации более слабых российских зерновых и сахарных компаний торгуются с доходностью 12-14%.

Ключевые финансовые показатели, МСФО			
Млн. руб.	2004	2005	2006П
Выручка	18 309	19 779	22 000
EBITDA	2 130	2 279	2 900
Чистая прибыль	1 292	1 397	600
Финансовый долг	2 457	5 095	10 200
Ключевые показатели			
Рентабельность EBITDA (%)	11.6%	11.5	13.2%
Рентабельность чистой прибыли (%)	7.1%	7.0%	2.7%
Финансовый долг/EBITDA (x)	1.2	2.2	3.5

Источник: данные компании



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

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.

© 2006, 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.