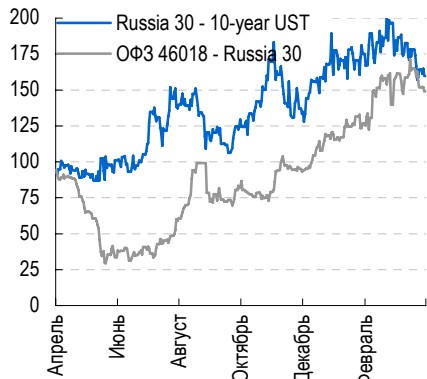


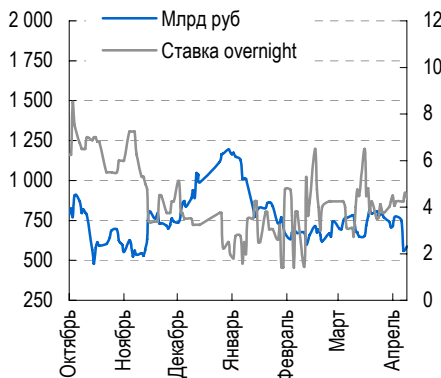
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 24 апреля 2008 г.

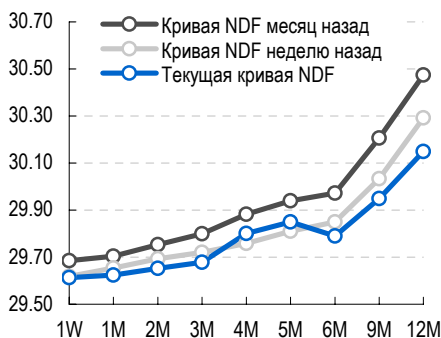
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

24 апр	Размещение рубл. обл. Желдорипотека-2
24 апр	Размещение рубл. обл. Железобетон-2
24 апр	Статистика по заказам на товары длит. польз.
24 апр	Статистика по перв. рынку жилья в США
25 апр	Уплата акцизов, НДС
28 апр	Уплата налога на прибыль
28 апр	Размещение рубл. обл. ПромТехЛизинг-1
30 апр	Аукцион ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)

### Рынок еврооблигаций

- Отчетность **Boeing**, **АМВАС**, растущее предложение **UST**; очередная аномалия в выпусках **ALLIBK**; размещение **ВымпелКома** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Первичные размещения прошли успешно; **Москва** хочет поддержать свои облигации; **Минфин** отказал банковскому лобби; о деньгах **Фонда ЖКХ** (стр. 3).

### Новости, комментарии и идеи

- ВКМ-Лизинг (NR)**: комментарий к размещению (стр. 4).
- Газпром (А3/ВВВ)** намерен до конца 2008 г. закрыть сделку по покупке контрольного пакета акций **ТНК-ВР (Ва2/ВВ+)**. Газовая монополия уже договорилась о покупке 1% у **ВР** и сделала предложение российским акционерам **ТНК-ВР** о покупке 50% акций за 20 млрд. долл. (Источник: Ведомости). Слухи о такой сделке обсуждаются уже давно. Однако подробности о суммах и сроках появились впервые. На наш взгляд, оценки инвесторами вероятности такой сделки будут пересмотрены вверх, что приведет к сужению спрэдов между еврооблигациями **TMENRU** и **GAZPRU** (около 120бп). Это сужение может произойти не только за счет ралли в выпусках **TMENRU**. Вероятное новое предложение долга от Газпрома может спровоцировать расширение **CDS** и продажи в облигациях **GAZPRU**. Угрозы для рейтингов Газпрома мы не видим.
- Банк Русский Стандарт (Ва2/ВВ-ВВ-)** в 1-м квартале 2008 г. сократил портфель кредитов физлицам примерно на 7%. В то же время, за 1-й квартал банк заработал около 3.4 млрд. руб. чистой прибыли по РСБУ, что почти в полтора раза превышает финансовый результат за все 2-е полугодие 2007 г. (Источники: Ведомости, RBCDaily). К сожалению, мы пока не получили отчетность, на которую ссылаются газеты. Так или иначе, мы думаем, что сокращение кредитного портфеля ни в коем случае не должно смущать кредиторов. Скорее наоборот, у банка снижается "leverage" и улучшаются показатели адекватности капитала. Что же касается роста рентабельности, то мы воспринимаем это как позитивный сигнал, свидетельствующий о том, что банк благополучно «адаптировал» свои продукты после отмены комиссий.
- Вкратце: Северсталь-Авто (NR)** намерена утроить **ЕБИТДА** к 2012 г. (Источник: Интервью гендиректора и ключевого бенефициара В.Шевцова в Коммерсанте). Г-н Шевцов не указывает, каков будет объем инвестиций в этот период, поэтому спрогнозировать уровень долговой нагрузки компании сложно. На наш взгляд, облигации Северсталь-Авто (9.1%) сейчас выглядят сравнительно дорого.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.73	+0.04	+0.17	-0.30
EMBI+ Spread, бп	271	-1	-42	+32
EMBI+ Russia Spread, бп	167	-1	-36	+20
Russia 30 Yield, %	5.33	-0.01	+0.03	-0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	-0.04	-0.05	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	501.7	+31.0	-95.1	-386.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	84.6	-9.3	-100.3	-30.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.39	+0.11	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.60	-0.01	-0.01	-0.04
Нефть (брент), USD/барр.	116.5	+0.5	+16.6	+22.6
Индекс РТС	2159	-7	+158	-132

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ОТЧЕТНОСТЬ BOEING, AMBAC, РАСТУЩЕЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ UST

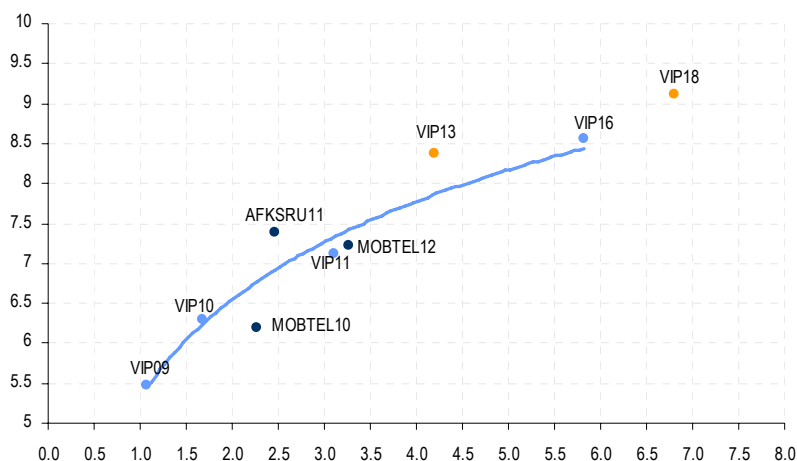
Вчерашний день на мировых рынках выдался умеренно-позитивным. Рынки акций закрылись в небольшом плюсе на отчетности **Boeing**, а в **US Treasuries**, соответственно, преобладали продажи – кривая сместилась вверх на 2-4 бп. Рынок предпочел не заострять свое внимание на слабых результатах **monoline-страховщика AMBAC**. На наш взгляд, напрасно – возможное снижение рейтинга этой компании способно спровоцировать волну «бегства к качеству».

Вчера также прошел аукцион по размещению **2-летних US Treasuries**. Спрос на них был довольно высок, поэтому несмотря на большой объем размещения (30 млрд.), премии ко вторичному рынку не сложилось. Сегодня пройдет очередной аукцион из серии **TSLF**, на котором в обмен на ипотечные облигации **ФРС** предоставит **US Treasuries**. Объем предлагаемых бумаг составит до 75 млрд. долл., причем более половины - в коротких (до 2-х лет) бумагах, что, по всей видимости, снова окажет ценовое давление на коротком конце кривой. Если бы не столь интенсивное предложение, доходности коротких **UST** были бы существенно ниже.

### РАЗМЕЩЕНИЕ ВЫМПЕЛКОМА

Сектор **Emerging Markets** вчера выглядел довольно устойчиво. Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.33%) стабильны – около 114 7/8 пп., спред колеблется около 162-164 бп. В корпоративных бумагах внимание инвесторов было приковано к размещению **ВымпелКома**. Мы отметили небольшие продажи в бондах **VIP 16** (YTM 8.56%), а также – в новых выпусках **Евраз**. Очередная «ценовая аномалия» появилась в облигациях казахстанского Банка Альянс (Ba2/BB-): выпуск **ALLIBK 11**, номинированный в британских фунтах, торгуется сейчас с фантастической доходностью в 19% (Z-spread 1350), тогда как его долларový аналог **ALLIBK 11** предлагает лишь около 14% (Z-spread 1200). Кстати, рекомендованный нами ранее **ALLIBK 12 EUR** уже подрос с 71% до 75% от номинала.

Что же касается нового выпуска **ВымпелКома** (Ba2/BB+), то объявленные вчера поздно вечером ориентиры по двум траншам (1 млрд. долл. каждый, 8.375% по 5-летнему и 9.125% по 10-летнему) оставляют пространство для роста котировок на вторичном рынке:



На волне роста аппетита к российским корпоративкам **РСХБ** (A3/BBB+) провел доразмещение в недавнем выпуске евробондов в CHF. Таким образом, объем размещенного в начале месяца выпуска был увеличен на 50% и составил 150 млрд. франков.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### АППЕТИТЫ ИНВЕСТОРОВ РАСТУТ?

Вчерашние размещения выпусков **ХКФ Банк-5** (УТР 13.10%) и **Объединенные кондитеры-2** (УТР 10.7%) прошли успешно. В случае с **ХКФБ**, премия к вторичному рынку составила не более 60бп, а **Кондитеры** вообще разместились по нижней границе ориентиров организаторов. Судя по реестру сделок, оба выпуска ушли «в рынок», причем, похоже, среди инвесторов было немало нерезидентов. Сразу после окончания аукционов на форвардах котировки новых выпусков подросли примерно на 10-20бп.

Аукционы **ОФЗ**, на первый взгляд, тоже прошли достаточно успешно – **Минфину** удалось продать около 94% заявленного объема. Однако, судя по реестру сделок, в данном случае бумаги ушли в руки одного-двух крупных инвесторов. На мысль о нерыночном характере аукционов наводят и скромные премии на уровне 3-8бп.

На вторичном рынке вчера пользовались спросом, главным образом, качественные выпуски **2-го эшелона** - **ВБД-2** (УТМ 9.11%, +30бп), **Банк Ренессанс капитал-1** (УТР 11.09%, +15бп), **Москоммерцбанк-2** (УТР 19.07%, +10бп). Облигации **1-го эшелона** стоят достаточно крепко. Продажи были заметны только в длинных выпусках **АИЖК**, которые потеряли в цене около 30бп в связи с сокращением позиций 1-2 крупными держателями.

Оптимизм на рынке «подпитывается» непрекращающимися продажами валюты в ЦБ. Вчера, по оценкам наших дилеров, регулятор еще купил порядка 2 млрд. долл. Остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ сегодня утром составили 586.3 млрд. рублей, увеличившись на 21.7 млрд.

### МОСКВА ХОЧЕТ ПОДДЕРЖАТЬ СВОИ ОБЛИГАЦИИ

На 29 апреля назначены два аукциона по выпускам **Москва-45** (УТМ 6.86%) и **Москва-46** (УТМ 6.92%) общим объемом 7.4 млрд. рублей. Одновременно **Москомзайм** запускает репо с собственными облигациями. На наш взгляд, репо – это неплохой механизм размещения избытка ликвидности, которым располагает правительство Москвы, правда, избыток ликвидности у Москвы гораздо больше по сравнению с емкостью этого механизма.

Репо, возможно, немного повысит привлекательность московских облигаций, однако здесь все будет зависеть от условий, т.е. от ставки, дисконта и того, будет ли это репо гарантированным, или Москва оставит за собой право в любой момент свернуть эту программу.

Мы не думаем, что запуск репо остановит процесс репрайсинга в московских облигациях, особенно если размещения продолжатся. Эти облигации сейчас откровенно неконкурентоспособны по сравнению с короткими выпусками госбанков, и спрэды более чем в 150бп никак нельзя объяснить лишь разницей в дисконтах при рефинансировании в ЦБ.

И конечно же, обращает на себя внимание определенное противоречие в том, что Москва размещает достаточно короткие облигации в ситуации, когда располагает большим избытком ликвидности. В то же время мы понимаем, что объяснить такую финансовую политику вполне возможно.

### МИНФИН ОТКАЗАЛ БАНКОВСКОМУ ЛОББИ

Как пишет газета **Коммерсантъ**, Минфин ответил решительным отказом на настоятельные просьбы банков об «улучшении» условий размещения бюджетных средств – сегодняшний аукцион пройдет по старым правилам (мин. ставка 7.25%, срок месяц), однако объем заявленных к размещению средств был снижен до 250 млрд. рублей.

На наш взгляд, с макроэкономической точки зрения, позиция **Минфина** корректна. В текущей ситуации «подливать масла» в инфляционный огонь – тупиковый путь. Необходимо повысить реальные процентные ставки, чтобы в банки потекли сбережения корпораций и домохозяйств, а не пытаться фондировать банковскую систему из бюджета.

## ДЕНЬГИ ГОСКОРПОРАЦИИ ЖКХ

Еще одна важная информация, и тоже из сегодняшнего выпуска **Коммерсанта**: Госдума приняла в первом чтении поправки к закону, регулирующие деятельность **Фонда ЖКХ**, которые позволяют ему размещать временно свободные средства на банковских депозитах начиная с 2009 г. На наш взгляд, новость носит нейтральный характер – напомним, в конце мая **Фонд** запустит процедуру выбора управляющих компаний для инвестирования временно свободных средств (около 230 млрд. рублей) в облигации. Мы опасаемся, что фонду облигаций такого размера будет «тесно» на российском рынке облигаций, а самому рынку от появления гиганта в конечном счете будет мало пользы – велик риск возникновения серьезных ценовых «искажений».

## ЗАО «ВКМ-Лизинг» (NR/ССС+/СС): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа ЗАО «ВКМ-Лизинг» объемом 1 млрд. рублей с погашением через 3 года и офертой через год. Эмитентом выступает SPV ООО «ВКМ-Лизинг-Финанс» под поручительство ЗАО «ВКМ-Лизинг».

ЗАО «ВКМ-Лизинг» – частная лизинговая компания среднего размера, специализирующаяся на лизинге железнодорожного подвижного состава. В декабре 2007 г. менеджмент компании выкупил пакет акций ЗАО «ВКМ-Лизинг» у ЗАО «УК ВКМ», аффилированной с вагоностроительной компанией Рузхиммаш. На начало 2008 г. лизинговый портфель компании составлял порядка 4.7 млрд. руб. По оценкам Эксперт РА, компания входит в Топ-40 российских лизинговых компаний. Основную часть имущества, переданного компанией в лизинг, составляют полувагоны и цистерны (65%); клиентами являются компании-перевозчики, а также транспортные компании, которые в дальнейшем передают вагоны в субаренду.

На наш взгляд, с точки зрения потенциальных покупателей облигаций, у кредитного профиля ВКМ-Лизинга мало достоинств. К ним можно отнести разве что неплохие отношения с производителями вагонов (в первую очередь – с Рузхиммашем), высокий уровень ликвидности активов (вагонов), а также простую юридическую структуру компании.

Наличие двух кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств вряд ли можно отнести к достоинствам. Сами рейтинги находятся на крайне низком уровне. По версии Fitch рейтинг вообще «преддефолтный» – «СС/Негативный». Рейтинг от S&P пока более «щедр», но, насколько мы понимаем, в нем еще не учтена декабрьская МВО-сделка и «отдаление» лизинговой компании от группы ВКМ.

Среди важных кредитных рисков – крайне низкий уровень капитализации (Капитал/Активы  $\approx$  3%), небольшие размеры (в финансовом секторе «размер имеет значение») и низкая диверсификация во всех смыслах. Для держателей облигаций важен и аспект субординации – основными кредиторами ВКМ-Лизинга являются банки, которые кредитуют компанию под залог имущества.

В текущей ситуации нам очень сложно определить «справедливую» доходность облигаций для такого рода заемщика.

### Ключевые финансовые показатели ЗАО «ВКМ-Лизинг», РСБУ, млн. руб

Млн. руб.	2006 г.	2007 г.
Операционная прибыль	246.4	288.1
Чистая прибыль	57.0	15.5
Собственный капитал	70.4	85.8
Активы	3 768.4	2 931.5
<b>Ключевые показатели</b>		
Капитал/Активы	1.8%	2.9%
ROE (%)	81%	18.1%
ROA (%)	1.5%	0.5%

Источник: данные компании



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.Liis@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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.

