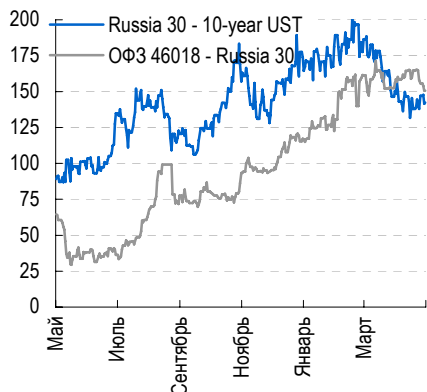


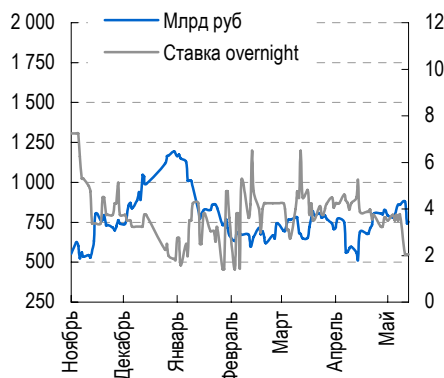
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 28 мая 2008 г.

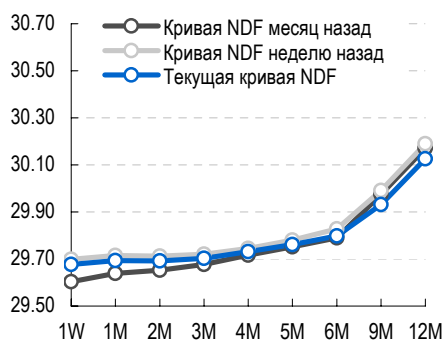
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

28 май	Уплата налога на прибыль
28 май	Размещение руб. обл. АвтоВАЗ-БО-3
28 май	Размещение руб. обл. АПК Аркада-4
28 май	Размещение руб. обл. Разгуляй-4
29 май	Размещение руб. обл. Якутия-34003
30 май	Индекс PCE Core за апрель
2 июн	Индекс ISM в промышленности
3 июн	Статистика по промышленным заказам

Рынок еврооблигаций

- Инфляционные опасения важнее, чем слабые экономические данные. Возможные новые размещения: **Украина, ТКБ, Северсталь, Банк Кедр** (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Высокий интерес к новому выпуску **СЗТ-5** отражает опасения роста процентных ставок. На вторичном рынке «боковик». О сегодняшних размещениях (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Первый зампред ЦБ А.Улюкаев дал интервью агентству Reuters (стр. 3).
- Интегра (NR): результаты за 2007 г. и 1-й квартал 2008 г. (стр. 4).
- Президент РФ Д.Медведев подписал указ о внесении госдолей в компаниях альянса **ЭйрЮнион (NR) в капитал Ростехнологий**. Как будут распределены доли в авиаперевозчике после его объединения, пока неизвестно. (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). На наш взгляд, учитывая мощный лоббистский потенциал госкорпорации и предположительно высокий интерес с ее стороны к полученным активам, доступ ЭйрЮниона к финансированию в банках может улучшиться. Это приведет к снижению рисков по облигациям альянса (19.75%). Напомним, что в настоящее время у компаний ЭйрЮниона есть значительная долговая нагрузка и просроченная кредиторская задолженность.
- **Седьмой Континент (NR) отчитался о результатах за 1-й квартал**. За отчетный период число магазинов розничной сети увеличилось на 6 и составило 133. Выручка составила 380 млн. долл. (+32%), показатель EBITDA margin снизился до 9.5% (10.0% в 2007 г.). Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» составила 3.3x (3.0x в 2007 г.); а без учета обязательств дочернего банка – 2.2x (2.1x в 2006 г.). Напомним, что компания по-прежнему размещает большой объем средств облигационного займа в форме кредитов связанным сторонам. Если считать эти вложения ликвидными активами, то показатели долговой нагрузки компании будут еще ниже. На наш взгляд, облигации Седьмого Континента (8.7%) не имеют потенциала опережающего роста котировок.
- **Вкратце: Арбат Престиж (NR) восстанавливает отношения с поставщиками и продает часть недвижимости и магазинов**. (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, вероятность дефолта компании ниже, чем та, на которую указывают котировки ее облигаций (65% от номинала; оферта в июне 2008 г.).

- **Вкратце: S&P пересмотрело прогноз рейтинга ЛУКОЙЛа на «Позитивный».**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.92	+0.08	+0.05	-0.11
EMBI+ Spread, бп	255	-4	-7	+16
EMBI+ Russia Spread, бп	144	-6	-8	-3
Russia 30 Yield, %	5.34	+0.02	0	-0.17
ОФЗ 46018 Yield, %	6.84	-0.02	-0.02	+0.37
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	521.7	+30.2	+56.0	-366.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	232	-20.4	+136.4	+117.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	118.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.5	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	-0.01	+0.06	+0.02
Нефть (брент), USD/барр.	128.3	-4.1	+11.6	+34.4
Индекс РТС	2391	-46	+240	+100

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОПАСЕНИЯ ВАЖНЕЕ

Опубликованная вчера в США макроэкономическая статистика вновь оказалась весьма слабой. **Индекс потребительского доверия** обновил 16-летний минимум, **индекс цен на недвижимость S&P/Case-Schiller** снизился пятый квартал подряд, а промышленный **индекс Richmond Fed** после неплохих мартовских и апрельских значений вновь вернулся в отрицательную зону. Чуть лучше ожиданий оказались лишь цифры по первичному рынку жилья. Тем не менее, участники рынка **US Treasuries** считают более важными высокие инфляционные ожидания. Доходности **UST** вчера выросли вдоль всей кривой на 7-9бп.

В сегменте развивающихся рынков мы наблюдали продажи вслед за **US Treasuries**. В цене потеряли почти все бенчмарки, кроме облигаций **Венесуэлы**, чьим котировкам оказывают поддержку высокие цены на нефть. Спрэд **EMBI+**, тем не менее, сузился на 4бп до 255бп.

На российском рынке вторник выдался довольно скучным, котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.34%) немного снизились. Спрэд днем колебался около 144 бп, но за ночь сузился на 3бп из-за роста доходностей **US Treasuries**. В корпоративных облигациях котировки также потихоньку снижаются, но торговая активность достаточно низка. На слухах о возможном новом размещении от правительства **Украины** прошли продажи в украинских суверенных евробондах. Выпуск **UKRAIN 17** (YTM 7.21%) потерял более 1пп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Кроме нового выпуска **Украины**, участники рынка ждут начала размещения еврооблигаций **Северстали** и **Транскредитбанка** – оба были запланированы на эту неделю. Также вчера стало известно о планах **Банка Кедр** (B2) по выпуску CLN в середине июня. Предполагаемый объем – 100 млн. долл.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

НЕОЖИДАННО ВЫСОКИЙ ИНТЕРЕС К РАЗМЕЩЕНИЮ СЗТ-5

Размещение выпуска облигаций **СЗТ-5** (BB-/BB-) с плавающей ставкой вчера прошло очень успешно. Премия к 3-месячной ставке **MosPrime** составила 212бп, что соответствует первому купону на уровне 8.4%. Выпуск пользовался довольно высоким спросом – была зафиксирована более чем 3-кратная переподписка. Насколько мы понимаем, помимо высокого кредитного качества **СЗТ** и вероятного попадания его выпуска в список репо **ЦБ**, инвесторов привлекла возможность застраховаться от вероятного роста рублевых процентных ставок в ближайшие месяцы.

Вчера же был размещен выпуск **Севкабель-4** объемом 2 млрд. руб. Ставка купона была определена на уровне 13.75%, что соответствует доходности к годовой оферте в 14.48%. Оба новых выпуска на «сером» рынке торговались по 100.2-100.25пп.

«БОКОВИК»

На вторичном рынке вторник прошел довольно скучно, без единой тенденции и при низкой торговой активности. Без изменений и в госсекции – там основной оборот пришелся на выпуск **ОФЗ-46020** (YTM 7.25%), но и его котировки изменились незначительно.

На денежном рынке в преддверии сегодняшних платежей по налогам на прибыль ставки **overnight** остаются на уровне 3.5%-4.0%. Ситуация с ликвидностью опасений не вызывает – корсчета и депозиты в сумме превышают 750 млрд. руб. Кстати, по словам наших дилеров, **ЦБ** вчера вновь участвовал в валютных торгах и приобрел около 500 млн. долл.

В заключение, обращаем внимание на то, что в котировальный список «А1» вчера были добавлены облигации **ЛипецкаяОбласть-4**.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК: АВТОВАЗ, РАЗГУЛЯЙ

Сегодня состоятся размещения выпусков **Разгуляй-4**, **Аркада АПК-4**, а также биржевых облигаций **АвтоВАЗ-БО-3**.

Сейчас на рынке обращаются два выпуска биржевых облигаций **АвтоВАЗа**: полугодовой **АвтоВАЗ-БО-1** (УТМ 9.23%) и годовой **АвтоВАЗ-БО-2** (УТМ 9.26%). Видимо, новый выпуск будет размещен на таком же уровне. Мы нейтрально относимся к облигациям **АвтоВАЗа**.

Что же касается нового выпуска **Разгуляя**, то ориентирами для них станут облигации компании **2-й** (УТМ 11.65%) и **3-й** (УТМ 11.80%) **серий**. Мы прогнозируем успешное размещение, т.к. из-за роста цен на **soft commodities** тема сельского хозяйства сейчас очень популярна, особенно среди иностранных инвесторов (по нашим сведениям, некоторые иностранные фонды покупают бонды Разгуляя). На наш взгляд, с точки зрения риск/доходность, на рынке есть много более привлекательных предложений по сравнению с выпусками **Разгуляя**.

Первый зампред ЦБ А.Улюкаев дал интересное интервью агентству Reuters

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

Наиболее важными из достаточно развернутых высказываний г-на Улюкаева нам показались следующие (интерпретация высказываний и комментарии наши):

- **Контроль за инфляцией – основная задача ЦБ.** В конце 2007 г. регулятор был вынужден временно смягчить денежно-кредитную политику для поддержки банковской системы. Однако теперь банковская система прошла локальный пик спроса на ликвидность, и ЦБ может вернуться к решению своей основной задачи. ЦБ полагает, что очередной виток роста ставок на денежном рынке возможен в июле-августе, но не намерен расширять список инструментов рефинансирования. Фактически это означает, что в ближайшие месяцы ЦБ будет действовать более последовательно, не совмещая ужесточение денежно-кредитной политики (повышение ставок, пруденциальных нормативов) с новыми мерами по поддержке ликвидности.
- **Прогноз ЦБ по инфляции в 2008 г. – 10.5%.** Регулятор ожидает снижения темпов роста цен, начиная с 3-го квартала, что будет связано как с сезонным фактором, так и с эффектом от снижения денежного предложения. На наш взгляд, прогноз Центробанка выглядит излишне оптимистичным. Учитывая, что только за первые пять месяцев 2008 г. инфляция составила около 7.5%, удержать ее в течение последующих семи месяцев на уровне 3.0% вряд ли будет возможно. Пока слишком много факторов говорит в пользу сохранения высоких темпов роста цен (глобальные цены на commodities, госрасходы, инфляционные ожидания и поведение потребителей, ставки денежного рынка).
- **Курсовая политика не исключается из арсенала инструментов борьбы с инфляцией.** Номинальное укрепление рубля возможно, но каждый раз решение будет приниматься с оглядкой на макроэкономические показатели. Мы по-прежнему считаем номинальное укрепление рубля маловероятным. На наш взгляд, резкое (на 5-10%) укрепление национальной валюты политически неприемлемо. В то же время, незначительная ревальвация не решит инфляционной проблемы, тем более что рубль и так очень быстро укрепляется в реальном (не номинальном) выражении. Кроме того, ревальвация лишь усилила бы спекулятивную атаку на рубль в ожидании его дальнейшего укрепления.

- **Повышение ключевых ставок – эффективная мера борьбы с инфляцией.** ЦБ будет продолжать делать это, но очень аккуратно, чтобы не спровоцировать приток капитала. Центробанк намерен в дальнейшем сузить коридор процентных ставок (спрэд между депозитными и кредитными ставками). Когда ЦБ говорит о риске притока капитала в ответ на повышение локальных процентных ставок, он имеет в виду ситуацию, когда его депозитные ставки будут превышать ставки NDF implied yields. В таком случае, банк-нерезидент может привлечь деньги под LIBOR и разместить в безрисковый инструмент с таким же сроком с премией над LIBOR. На наш взгляд, здесь ЦБ немного лукавит, ведь ставки NDF зависят не только от базовых ставок в иностранных валютах (кстати, они сейчас скорее «смотрят вверх», даже в США), но и от ожиданий в отношении курса рубля, и от ставок на локальном денежном рынке (ЦБ влияет на эти факторы).

Мы продолжаем считать, что политика ЦБ в ближайшие месяцы будет по меньшей мере препятствовать снижению стоимости рублевых кредитных ресурсов, в т.ч. доходностей рублевых облигаций.

Интегра (NR): результаты за 2007 г. и 1-й квартал 2008 г. по МСФО

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

Вчера нефтесервисная группа Интегра отчиталась об итогах работы в 2007 г. по МСФО, а сегодня распространила неаудированные результаты за 1-й квартал 2008 г.

Насколько мы понимаем, компания достаточно быстро потратила почти все средства, привлеченные в ходе февральского IPO (560 млн. долл.). Деньги пошли на снижение долговой нагрузки и финансирование приобретений. Соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» на конец 1-го квартала составило около 2.4х против нулевых значений в середине 2007 г. (необходимо учитывать, что из-за фактора сезонности 1-й квартал всегда выглядит достаточно слабо с точки зрения выручки и EBITDA).

Появлявшиеся недавно публикации о намерениях компании отойти от стратегии агрессивного приобретения активов и сконцентрироваться на повышении эффективности использования существующих производственных мощностей мы воспринимаем весьма позитивно с кредитной точки зрения.

Действительно, если бы компания сохранила высокий M&A-аппетит, долговая нагрузка могла бы вновь достичь опасных уровней. Судя по котировкам акций компании (потеряли около 35% с момента IPO), корректировки в стратегии развития желают увидеть не только кредиторы, но и акционеры Интегры.

Облигации Интегры (10.6%-10.77%) вряд ли отреагируют на публикацию финансовых результатов.

Ключевые финансовые показатели Группы Интегра, МСФО

млн. USD	2006 г.	2007 г.	1-й квартал 2008 г.
Выручка	546.8	1 177.1	375.5
Валовая прибыль	120.8	227.4	н.д.
EBITDA	79.1	176.0	39.8
Долг	561.9	402.4	н.д.
Чистый долг	474.3	300.4	382.0
Собственный капитал	276.8	892.3	н.д.
Активы	1 240.1	1 714.6	н.д.
Ключевые показатели			
Gross margin (%)	22.1%	19.3%	н.д.
Рентабельность EBITDA (%)	14.5%	15.0%	10.6%
EBITDA/проценты (x)	1.7	3.0	н.д.
Чистый Долг/EBITDA (x)	6.0	1.7	2.4
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	1.7	0.3	н.д.

Источник: данные компании, оценка 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

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@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.

© 2008, 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.

