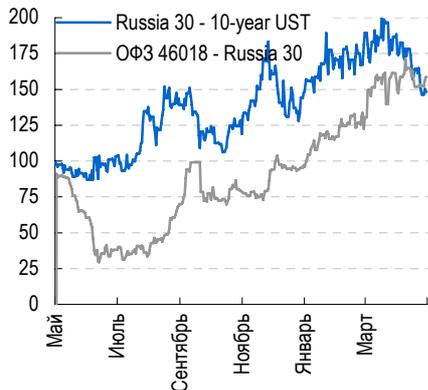


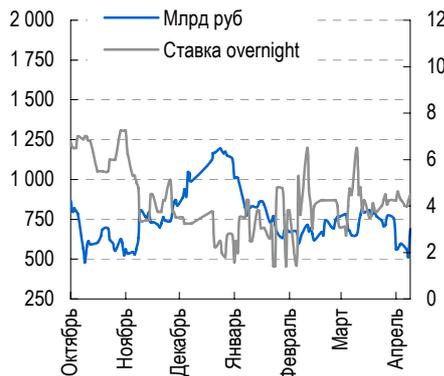
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 30 апреля 2008 г.

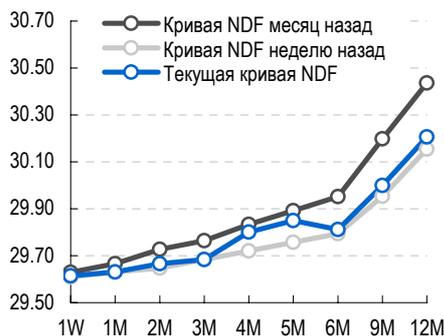
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

30 апр	Заседание ФРС
30 апр	Индекс Core PCE за 1 кв. 2008
30 апр	ВВП США за 1 кв. 2008
1 май	Индекс PCE за март
1 май	Индекс ISM в промышленности
2 май	Nonfarm Payrolls за апрель
2 май	Статистика по производственным заказам
5 май	Индекс ISM в сфере услуг

Рынок еврооблигаций

- В UST небольшая волатильность на макроэкономической статистике. Участники рынка ждут решения ФРС (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рекордный объем прямого репо, однако, похоже, банки «перестарались». Первичные размещения сюрпризов не преподнесли. Пополнение на госсекции ММВБ (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- Fitch понизило рейтинг Казаньоргсинтеза на одну ступень до B-. Мы считаем действия рейтингового агентства оправданными, но, в то же время, не видим критической угрозы кредитоспособности Казаньоргсинтеза. Подробнее см. наш комментарий на стр. 3.

- Вкратце: Ситроникс (Fitch: B-) опубликовал вчера слабые результаты за 2007 г. по US GAAP. В 2007 г. выручка Ситроникса увеличилась незначительно (1.62 млрд. долл.) и практически соответствует уровню 2006 г. Несмотря на то, что в 4-м квартале компании удалось вывести OIBDA «в плюс» (15.3 млн. долл.), по итогам года убыток на уровне OIBDA составил 70.8 млн. долл. В 2007 г. компания получила чистый убыток в размере 234 млн. долл. Менеджмент Ситроникса рассчитывает, что в 2008 г. ситуация улучшится - компания сможет увеличить выручку на 15% (в т.ч. благодаря новым подписанным контрактам на сумму порядка 450 млн.долл), а также обеспечить рентабельность по OIBDA не ниже 5%. По нашему мнению, на данный момент ключевыми факторами кредитоспособности компании по-прежнему остаются поддержка со стороны материнской группы Система (Ва3/BB-/BB-) и хорошо капитализированный баланс. На наш взгляд, реакция в облигациях компании маловероятна. Выпуск Ситроникс-1 (YTP 11.3%) не отличается высокой ликвидностью.

- Вкратце: S&P изменило прогноз суверенного рейтинга Казахстана (BBB-) со «Стабильного» на «Негативный». Вслед за этим S&P подтвердило рейтинги 12 казахстанских банков. Рейтинговое агентство отмечает затянувшуюся напряженность на мировых финансовых рынках и, как следствие, - увеличившийся риск рефинансирования для казахстанских банков. Это, в свою очередь, может привести к ослаблению кредитоспособности самого правительства, которое будет вынуждено принять меры по защите национальной валюты и рекапитализации банков. На наш взгляд, эта новость может привести к снижению котировок еврооблигаций банков Казахстана.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.82	-0.01	+0.38	-0.21
EMBI+ Spread, бп	264	-1	-38	+25
EMBI+ Russia Spread, бп	154	-1	-37	+7
Russia 30 Yield, %	5.30	-0.03	-0.01	-0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.89	0	-0.03	+0.42
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	618.9	+193.8	+98.5	-269.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	69.6	-19.8	-63.3	-45.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-183.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.21	+2.71	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.01	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	113.4	-3.3	+13.1	+19.5
Индекс РТС	2127	-24	+73	-164

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РЫНКИ ЖДУТ РЕШЕНИЯ ФРС

В **US Treasuries** – небольшая волатильность. В первой половине дня доходности снижались – поводом послужили слабая отчетность Deutsche Bank, негативные данные по ценам на недвижимость в США (индекс **S&P/Case-Schiller** в феврале потерял 12.7% - рекордное падение за семь лет его существования) и индекс доверия потребителей, также показавший снижение. Однако вскоре после публикации последнего инвесторы начали фиксировать прибыль, и доходности US Treasuries постепенно вернулись к уровням открытия – 10-летняя нота завершила день с доходностью 3.82%.

Пессимистичная статистика напомнила участникам рынка, что до окончательного восстановления экономики США еще довольно далеко, и сегодня вечером ставка вполне может быть понижена. Тем не менее, котировки фьючерсов все еще указывают на 20%-ю вероятность того, что регулятор оставит ставку на прежнем уровне. Кроме решения ФРС, участники рынка обратят сегодня внимание на цифры по безработице (ADP Employment), индекс деловой активности Чикаго, и – самое главное – ВВП США за 1 квартал года.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В сегменте **Emerging Markets** динамика смешанная: облигации Венесуэлы начали восстанавливать утраченные при недавних размещениях позиции, тогда как выпуски других стран выглядели несколько слабее. Да и новостной фон (забастовки в Чили, высокий инфляционный индекс в Бразилии) не способствует активным покупкам. Спрэд **EMBI+** сузился на 1bp до 264bp.

В российском сегменте активность невелика. Котировки **RUSSIA30** (YTM 5.30%) подросли на 1/4pp, спрэд к **UST10** продолжает колебаться около 150bp. В корпоративном сегменте мы отметили закономерные продажи в **KZOSRU11** (-1/2pp, YTM 9.25%) на новостях о снижении рейтинга эмитента, а также отдельные продажи в «новых» выпусках **EVRAZ18** (YTM 9.29%), **VIP13** (YTM 8.35%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера в ходе операций прямого **repo** банки заняли у ЦБ рекордные 237.1 млрд. рублей. Вероятно, часть привлеченных средств была использована для рефинансирования привлеченных у ЦБ в понедельник 110 млрд. рублей. Однако к сегодняшнему утру сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ выросла на 174 млрд. рублей до 688.5 млрд. рублей. Напомним, что в понедельник валютные интервенции регулятора, по оценкам наших дилеров, составили лишь около 2-2.5 млрд. долл. Похоже, что некоторых участников рынка настолько напугали неожиданно образовавшийся в понедельник дефицит ликвидности и резкий рост ставок **overnight**, поэтому они решили перестраховаться и привлекли средства у ЦБ «с запасом».

Как мы уже писали, на наш взгляд, недостаток ликвидности образовался в связи со значительным платежом крупной компании (**Reuters** сегодня упоминает о сделке Русал-Норникель). Вероятно также, что перед праздниками вырос спрос на наличность у населения.

Мы полагаем, что объем прямого **repo** сегодня, по крайней мере, не будет расти, а, скорее всего, - и вовсе снизится. Одновременно продолжаются валютные продажи в ЦБ – вчера, по оценкам наших дилеров, регулятор купил еще порядка 2 млрд. долл. Мы ожидаем скорой стабилизации денежного рынка, где вчера ставки держались на уровне 6-7%. Но произойдет это, вероятно, уже на следующей неделе.

В целом же, на долговом рынке вчера ощущалось давление со стороны продавцов – котировки многих выпусков снизились примерно на 10-15бп. Однако торговая активность в рублевых облигациях по-прежнему довольно мала – участники рынка не хотят делать резких движений перед длинными праздниками. Основное внимание инвесторов вчера было сосредоточено на первичных размещениях, которые прошли без сюрпризов:

- **МБРР-3** – УТР 10.38% (дюрация 0.96);
- **ГЭС-2** – УТР 11.04% (1.42);
- **НТС-1** – УТР 15.56% (0.96);
- **НФК-2** – УТР 13.42% (0.96);
- **ЧТПЗ-3** – УТР 10.25% (2.26);
- **Балтинвестбанк-1** – УТР 14.20% (0.95).

Аукционы **Москвы** не вызвали большого интереса – удалось продать лишь около 45% заявленного объема. По выпуску **Москва-45** средневзвешенная доходность сложилась на уровне 7.40% (всего 3 сделки), по **Москве-46** – 7.06%. Москомзайм по-прежнему идет на предоставление премий на аукционах, однако, на наш взгляд, они должны быть все же больше, чтобы московские облигации стали привлекательными для покупки. Первый аукцион репо с облигациями Москвы можно признать успешным – было размещено 4.01 млрд. рублей на 2 недели под средневзвешенную ставку 5.31%.

В заключение отметим, что облигации **Номос-банк-8** (УТР 9.52%), **Москва-46** (УТМ 7.06%), **ВТБ 24-2** (УТР 7.82%), **Банк Союз-4** (УТР 10.17%), **ВБД-3** (УТР 8.68%), **Банк Москвы-2** (УТР 7.98%), **АФК Система-1** (УТР 8.88%) были заведены на госсекцию ММВБ. Как правило, подобный шаг предшествует включению выпусков в **Ломбардный список**.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **ТехноНИКОЛЬ-1** (УТР 10.02%) была определена новая полугодовая оферта с купоном 11.75%.

Fitch понизило рейтинг Казаньоргсинтеза на одну ступень до B-

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

В пресс-релизе агентство указывает на чрезмерно агрессивный характер инвестиционной программы КОСа, из-за которого соотношение «Долг/ЕБИТДА» по итогам 2007 г. выросло до 4.4х (оценка Fitch). Рейтинговое агентство в особенности обеспокоено этим потому, что ковенанты выпуска еврооблигаций ограничивают показатель «Долг/ЕБИТДА» на уровне 4х.

Мы считаем решение рейтингового агентства оправданным, но, в то же время, не видим критической угрозы кредитоспособности КОСа. Компания, скорее всего, сможет согласовать изменение или приостановку действия долговой ковенанты (waiver) с держателями облигаций, предложив им в качестве компенсации дополнительные комиссионные. В этом смысле очень важно, что в последнее время выпуск KZOSRU 11 торговался немного выше номинала. Банки-организаторы выпуска наверняка окажут компании необходимую поддержку.

КОС находится в завершающей стадии инвестиционного цикла. В дальнейшем можно ожидать роста денежного потока компании (отдача от инвестиций, позитивная конъюнктура цен на нефтехимическую продукцию, в том числе полиэтилены) и снижения долговой нагрузки.

Другой важный аспект кредитного профиля КОСа - это снижение вероятности поглощения компании группой Газпром(АЗ/ВВВ). Ключевое нефтехимическое подразделение Газпрома – СИБУР (Ва2/НР/ВВ) - в ближайшее время, похоже, отделится от материнской группы в результате МВО сделки (новые подробности

в сегодняшних газетах убеждают в том, что это дело уже решенное). После этого Газпром может отказаться от озвучивавшихся ранее планов консолидации нефтехимических активов.

Мы полагаем, что действие Fitch и отделение СИБУРа от Газпрома окажут негативное влияние на котировки еврооблигаций KZOSRU 11 (9.11%).

Ключевые финансовые показатели ОАО «Казаньоргсинтез»					
млн. руб.	2006 г. МСФО	2006 г. РСБУ	1П2007 г. МСФО	1П2007 г. РСБУ	9М2007 г. РСБУ
Выручка	15 384	15 518	10 319	10 378	15 291
Валовая прибыль	5 525	5 478	3 452	3 587	4 760
ЕВITDA	3 403	4 329	2 965	3 067	3 874
Чистая прибыль	2 511	2 209	1 655	1 797	2 259
Долг	12 306	12 634*	17 276	17 575*	20 664*
Чистый долг	11 521	11 879	16 660	16 983	20 344
Собственный капитал	13 206	11 120	14 241	12 297	12 757
Активы	31 291	28 089	36 608	33 261	36 433
Ключевые показатели					
Валовая рентабельность (%)	35.9%	35.3%	33.5%	34.6%	31%
ЕВITDA margin (%)	22.1%	27.9%	28.7%	29.6%	25.3%
Чистый долг/ ЕВITDA annualized (x)	3.4	2.7	2.8	2.8	3.9
ЕВITDA/проценты	22.4	36.9	26.7	33.1	24.2
Чистый долг /Собственный капитал (x)	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка,
*с учетом лизинга ОС



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.