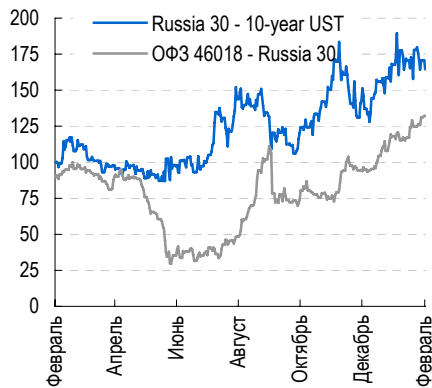


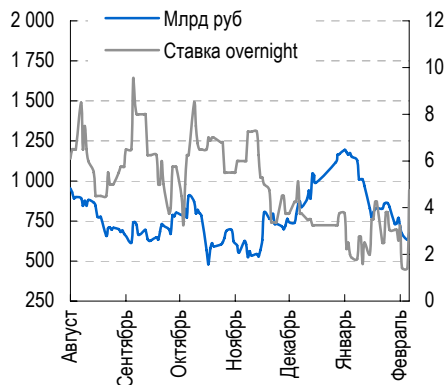
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 20 февраля 2008 г.

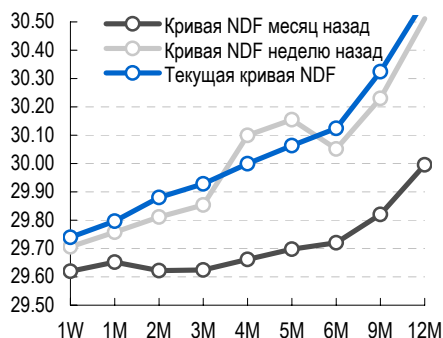
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

20 фев	Размещение ОФЗ-46020 (15 млрд. руб.)
20 фев	Размещение ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)
20 фев	Индекс CPI в США
20 фев	Размещение руб. обл. Номос-8
20 фев	Размещение руб. обл. Банк Союз-4
20 фев	Стенограмма заседания ФРС
21 фев	Размещение руб. обл. Банк Возрождение-2
22 фев	Размещение руб. обл. РСХБ-6

Рынок еврооблигаций

- Факторы движения UST – акции и изменения инфляционных ожиданий с учетом роста цен на нефть. Два новых размещения от российских телекомов (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Вектор движения пока не меняется. О сегодняшних аукционах, комментариях К. Корищенко и перспективах размещения средств Госкорпорации ЖКХ (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Акционеры АвтоВАЗа (NR) одобрили реорганизацию компании; держатели облигаций могут рассчитывать на досрочную оферту. Реорганизация ЦентрТелекома (NR/B+/B) тоже возможна, но пока под вопросом (стр. 3-4).
- Группа РБК Информационные Системы (В+) отчиталась о некоторых итогах 2007 г. и поделилась прогнозами на 2008 г. (стр. 4).
- Вкратце: Группа СОК (NR) продолжает переговоры с АвтоВАЗом (NR) о продаже ИжАвто (NR). Переговоры могут продлиться до середины марта (Источник: Интерфакс). Мы по-прежнему оцениваем вероятность сделки в 40-50%. Подобный новостной фон будет поддерживать котировки облигаций ИжАвто (14.25%), доходность которых уже снизилась более чем на 1пп после появления первых новостей о возможной продаже завода.
- Вкратце: Фонд RRFG под управлением Repova SA намерен вложить около 50 млн. долл. в капитал российских автодилеров. В частности, идут переговоры о покупке блока пакета компании Атлант-М (Источник: Коммерсантъ). Эта сделка подтверждает растущий equity-аппетит к сегменту автомобильного ритейла, который обладает высоким потенциалом роста. За последний год в сегменте прошло несколько equity-сделок. Покупателями выступали как международные автодилеры (Inchcape PLC), так и фонды прямых инвестиций (Альфа, Тройка и т.д.). Новость должна оказать поддержку облигациям Атлант-М (13.3%), а также выпускам других автодилеров (Инком-Авто, Автомир, Рольф).
- Вкратце: Российский трубный рынок ожидает период стагнации. Основные причины – «переинвестирование» в расширение мощностей и временное отсутствие спроса в рамках проекта ВСТО (Источники: Интерфакс, Reuters со ссылкой на менеджера ОМК и отраслевого эксперта). Мы полагаем, что на этом фоне финансовые результаты трубных компаний «большой тройки» могут чуть ухудшиться, но их кредитный профиль все равно останется очень крепким.
- Вкратце: S&P опубликовало умеренно-негативный, но не слишком пессимистичный обзор по банковскому сектору Казахстана.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.77	0	+0.14	-0.26
EMBI+ Spread, бп	278	0	+6	+39
EMBI+ Russia Spread, бп	180	0	+10	+33
Russia 30 Yield, %	5.48	0	+0.17	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.80	+0.01	+0.31	+0.33
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	534.4	+29.8	-74.1	-354.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	140.8	+12.7	-401.4	+26.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-42.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.07	+0.19	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.75	+0.01	+0.14	+0.11
Нефть (брент), USD/барр.	94.9	+0.3	+5.7	+1.0
Индекс РТС	2026	+37	-133	-265

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В первой половине вчерашнего дня на мировых рынках преобладали позитивные настроения, связанные с ростом котировок акций по всему миру. Однако ближе к вечеру, после закрытия европейских рынков, оптимизм иссяк, а индексы акций в **США** опустились ниже уровней открытия. Доходности **US Treasuries** показали схожую динамику, правда, после коррекция доходностей вниз была не очень существенной. По итогам дня, доходность **10-летних UST** выросла на 13 бп до 3.90%, **2-летних** – на все 16 бп. до 2.07%. Сегодня утром коррекция вниз продолжилась.

Впрочем, не только динамика рынков акций вчера влияла на котировки **US Treasuries**. Второй важный фактор – рост инфляционных ожиданий и пересмотр прогнозов по **FED RATE**. Это и неудивительно – столь высокие цены на нефть (пробившие вчера отметку в 100 долл. за баррель!) вполне могут спровоцировать рост **инфляции**, и, как следствие – снижение потребительской активности и ужесточение политики регуляторов. Вчера о необходимости более осторожных действий упомянули и **глава Минфина США Генри Поулсон**, и **чиновник ФРС Гарри Штерн**. Они, правда, говорили не о действиях **ФРС**, а об инициативах по реструктуризации ипотечных займов, но участникам рынка не составило труда усмотреть в их словах намек на замедление темпов снижения ключевой ставки. Сейчас, исходя из котировок фьючерсов, участники рынка уже не верят в снижение ставки более чем на 50 бп., тогда как еще неделю назад вероятность такого события оценивалась на уровне 30%.

В сегменте **Emerging Markets** вчера были заметны покупки в облигациях стран-экспортеров нефти. Спрэд **EMBI+** сузился на 3 бп. до 275, его венесуэльская составляющая – на 11 бп., эквадорская – на 8 бп. Вчера был опубликован отчет **EMTA (Emerging Markets Trading Association)**, где в частности было упомянуто о снижении объемов торгов в секторе в последнем квартале прошлого года. Среди лидеров по оборотам были названы бумаги Мексики, а также Бразилии и Аргентины. Российские бумаги заняли лишь седьмое место. Снижение ликвидности еврооблигаций – очевидная тенденция последних лет, связанная с ростом числа небольших выпусков и ограниченным предложением в «глубоких» суверенных бумагах.

Тем временем российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.50%) вчера потерял в цене около 1/8 пп., спрэд к **UST10** сейчас на уровне 165 бп. В корпоративном сегменте наблюдались разнонаправленные движения. Мы отметили покупки в длинных выпусках **TMENRU**, интерес к **ROLF 10**, **ROSBNK 09**. Вместе с тем – продажи в выпусках **GAZPRU**, **LUKOIL**, коротких **TMENRU**, выпуске **EVRAZ 15** (возможно, на новостях об очередной крупной M&A сделке Евраз).

Сегодняшний день обещает быть напряженным: в США публикуется **индекс CPI** за январь, а также **стенограмма последнего заседания ФРС**. На фоне растущих инфляционных ожиданий именно **CPI** может сыграть решающую роль. Вместе с тем, «бегство в качество» все еще имеет место – индексы в Азии падают, банки по всему миру (Barclays, BNP Paribas, Credit Suisse) объявляют об очередных списаниях, крупнейший из monoclone insurers – компания **MBIA** – пока не отказывается от идеи выделить бизнес по страхованию муниципальных бондов в отдельную компанию, что грозит катастрофой в сегменте **CDO**. Волатильность на рынке **US Treasuries** сегодня, судя по всему, будет весьма высокой.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Вчера агентство Интерфакс сообщило о планах **ВымпелКома** (Ba2/BB+) по заимствованиям. Корпорация собирается во втором квартале года разместить еврооблигации объемом до USD1.5 млрд. Полученные средства пойдут на погашение бридж-кредита. Кроме того, на ближайшее время запланировано размещение 3-летнего **CLN Сибирьтелекома** (B+). Ориентиры по доходности составляют 9.0%-9.5% в долларах. Лид-менеджером сделки является **МДМ-Банк**.

Фактор «нового предложения», на наш взгляд, продолжит оказывать давление на котировки сколько-нибудь длинных выпусков корпоративных еврооблигаций.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вектор движения котировок рублевых облигаций вчера не изменился. Котировки выпусков **1-го эшелона** и **ОФЗ** вчера снизились еще примерно на 20-30бп. Наше предположение о вероятном росте доходностей в сегменте облигаций **2-го эшелона** получает все новые подтверждения – выпуски **МОЭСК-1** (УТМ 8.56%), **Седьмой континент-2** (УТР 10.14%), **ХКФБанк-4** (УТР 11.49%), **Мосэнерго-1** (УТР 8.15%) и некоторые другие потеряли в цене порядка 20бп, хотя на протяжении последних 2-х недель демонстрировали неплохую динамику.

Что касается новостного фона, то в качестве негативного сигнала следует упомянуть комментарии зампреда ЦБ **К.Корищенко**, который в интервью Вестям не исключил дальнейших мер по ужесточению денежно-кредитной политики. В то же время, «условно-хорошей» новостью можно назвать выдачу правительством разрешения на инвестирование **Госкорпорацией ЖКХ** временно свободных средств (более 200 млрд. руб.) в ценные бумаги (Источник: Интерфакс). Список доступных инструментов достаточно широк: госбумаги, облигации субъектов РФ и других российских эмитентов, ипотечные бумаги и депозиты Банка России. Насколько мы понимаем, Минфин пока не прописал критерии инвестирования для новых активов, поэтому на данный момент госкорпорации доступны лишь гособлигации и депозиты в ЦБ. Как скоро и в каком объеме эти деньги реально появятся в банковской системе, мы не знаем.

Центральным событием сегодняшнего дня станут два доразмещения ОФЗ – серии **46020** (УТМ 7.10%) на 15 млрд. рублей и серии **26200** (УТМ 6.24%) на 10 млрд. рублей. Мы полагаем, что наибольший интерес вызовет первый аукцион. За последние 2 недели выпуск **ОФЗ 46020** потерял в цене порядка 2.5-3 п.п., плюс это любимая бумага спекулянтов – наверняка многие ее «шортили» с прицелом откупить на аукционе. Поэтому мы прогнозируем достаточно высокий спрос и небольшую премию (если она вообще будет). С ОФЗ 26200 все прозаичнее – выпуск новый, объем его небольшой, доходность ниже стоимости прямого репо с ЦБ. Скорее всего, большая часть бумаги опять уйдет «мимо рынка».

Также сегодня рынку предложат облигации **Москва-45** на 5 млрд. рублей. Это относительно короткий выпуск (дюрация около 3.7 лет), Москомзайм рассчитывает на доходность 6.75-6.9%. На наш взгляд, этим трудно будет заинтересовать инвесторов, если, например, можно купить короткие **РСХБ-4** или **ВТБ-24-1**, которые имеют сопоставимые с Москвой рейтинги, входят в Ломбардный список и предлагают доходность на уровне 8.30%. Мнение по поводу сегодняшнего размещения облигаций **Номос-банка** и **Банка Союз** мы озвучивали во вчерашнем комментарии.

АвтоВАЗ (NR): реорганизация и дополнительная оферта для кредиторов

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

Акционеры АвтоВАЗа на внеочередном собрании приняли решение о реорганизации компании в форме присоединения к ней четырех «дочек». Держатели облигаций АвтоВАЗа получают право предъявить их к досрочному погашению, при этом датой фиксации списков владельцев бондов компании 2-й, 3-й и 4-й серий станет 28 января 2008 г., т.е. дата проведения собрания акционеров (Источник: Reuters).

Учитывая, что «дата отсечки» уже в прошлом, а котировки не очень ликвидных облигаций АвтоВАЗа близки к номиналу (99.75 по 3-му выпуску и около 99.0 по 4-му выпуску), их спекулятивный потенциал невелик. Можно лишь сказать, что тем, кто были держателями бумаг на 28 января, немного повезло. Кстати, если эти инвесторы расстались с облигациями АвтоВАЗа после 28 января, имеет смысл попробовать откупить их по цене ниже номинала.

Мы полагаем, что у держателей CLN AVAZRU 08 возможности предъявить их к досрочному погашению не будет. В принципе, им можно было бы попробовать реализовать такое право, но это сложно и, на самом деле, не имеет большого смысла – ноты погашаются уже в апреле 2008 г.

ЦентрТелеком (NR/B+/B): реорганизация возможна, но пока под вопросом

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

Совет директоров Связьинвеста на вчерашнем заседании «в целом одобрил» проведение реорганизации ОАО «ЦентрТелеком» и ОАО «Центральный телеграф» путем присоединения ЦТ к ЦТК. Информация об этом размещена на сайте Связьинвеста. Однако вчера поздно вечером Интерфакс сообщил, что в ближайшее время Связьинвест вновь рассмотрит этот вопрос. Дело в том, что предложение об объединении двух компаний якобы подверглось критике со стороны Росимущества.

Мы полагаем, что эта сделка вообще может не состояться, а если и состоится, то ее одобрение акционерами произойдет не ранее, чем через несколько недель.

Из двух обращающихся на рынке выпусков облигаций ЦентрТелекома немного ниже номинала торгуется лишь ЦТК-5 (99.75; 8.75% к оферте в сентябре). На наш взгляд, его спекулятивный потенциал в связи с возможной реорганизацией и дополнительной офертой минимален.

РБК (B+): достойные результаты за 2007 г. и прогнозы на 2008 г.

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

На наш взгляд, опубликованные вчера оценки и прогнозы результатов РБК за 2007-2008 гг. выглядят весьма достойно. В прошлом году компании почти удалось удержать выручку на уровне 2006 г., несмотря на выделение IT-бизнеса (ныне – АРМАДА), на который приходилось около 40% консолидированной выручки группы.

Ключевые финансовые показатели РБК

USD млн., МСФО	2005	2006	2007	2008 - прогноз
Выручка	104.8	207.8	193	265-275
ЕБИТДА	34.8	54.5	24-26	75-85
ЕБИТДА margin	33.2%	26.2%	13%	29-30%
Долг	18	111	≈ 150*	
Чистый долг	(30.4)	(-22)	<0*	
Собственный капитал	106	150	≈ 350*	

Источник: данные компании, *оценки МДМ-Банка

Показатели рентабельности в 2007 г. тоже оказались вполне приличными. Мы ожидали, что они будут слабее по сравнению с 2006 г. – компания заранее предупреждала аналитиков, что не сможет капитализировать часть инвестиций в Интернет-проекты и отнесет их на операционные расходы. Без учета таких расходов, показатель EBITDA margin в 2007 г. составил бы впечатляющие 29%. Как следует из пресс-релиза РБК, в 2008 г. компания планирует увеличить выручку еще на 35-40% и восстановить показатель EBITDA до 29-30%. В прошлом менеджмент компании не был замечен нами в излишнем оптимизме при публикации оценок и прогнозов.

Кредитный профиль РБК продолжает выглядеть очень прочно. На конец 2007 г. чистый долг компании по-прежнему был отрицательным – около 150 млн. долл. долга против более чем 200 млн. долл. свободных денежных средств (наши оценки). Мы ожидаем, что в будущем компания сохранит умеренно-консервативный уровень долговой нагрузки и большой уровень гибкости в рамках ковенанта «Чистый долг/ЕБИТДА <4.0x».

Нам по-прежнему нравится CLN RBC 09_08 (YTW 11-12%) как хороший «защитный» выпуск в текущей конъюнктуре.



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.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.