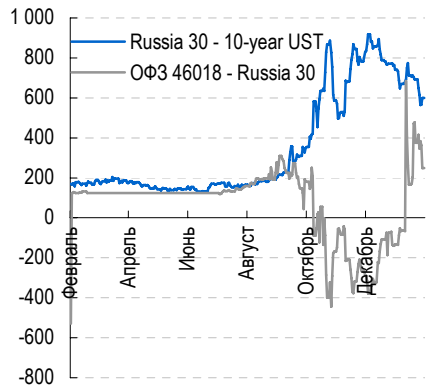
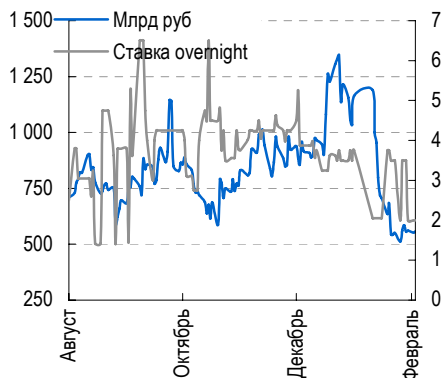


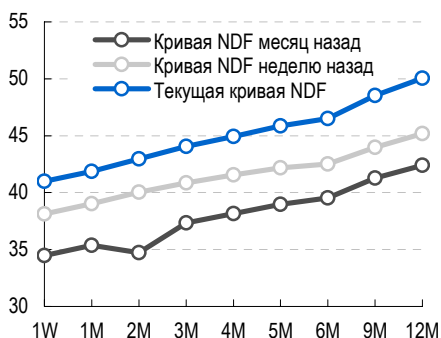
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 фев	5-недельный аукцион ЦБ (25 млрд. руб.)
4 фев	Данные по продажам автомобилей (США)
4 фев	Размещение ОФЗ на 15 млрд. рублей
6 фев	Цифры по рынку труда (США)
10 фев	Данные по оптовым запасам (США)
11 фев	Торговый баланс США
12 фев	Данные по розничным продажам (США)
12 фев	Обращения за пособием по безработице (США)

Рынок еврооблигаций

- Рынками движут эмоции
- Лондон не справился со стихией (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ставки растут – это минус. Рубль обретает стабильность – это плюс (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- ЛенСпецСМУ (В) отчиталось за 9 месяцев 2008 г. по МСФО (стр. 4)
- **ТМК (Ва3/В+)** приобрела у Евраз (Ва3/ВВ-ВВ) «остатки» трубных активов IPSCO. Речь идет об исполнении колл-опциона на покупку 49% акций NS Group за 510 млн. долл. С кредитной точки зрения, мы считаем сделку позитивной для Евраз и негативной для ТМК. Евраз сможет немного снизить долговую нагрузку, а вот у ТМК соотношение Долг/ЕБИТДА в результате может вырасти с 3х до 4х. Честно говоря, нам не очень понятно, зачем ТМК поторопилась с исполнением колл-опциона. Компания могла бы отложить эту покупку как минимум до конца октября 2009 г. Очевидно, на это были свои причины. Тем не менее, кредитный риск по коротким облигациям ТМК сейчас не очень высок, поскольку компания сумела получить крупные кредиты в ВТБ и Газпромбанке. ВЭБ пока не принял решение о кредитовании ТМК.
- **Реорганизация банков более не дает их кредиторам безусловное право на досрочное погашение обязательств.** Соответствующие поправки в законодательство были одобрены Федеральным Собранием и президентом в конце декабря 2008 г. Теперь пут-опцион у юридических лиц – кредиторов реорганизуемого банка появляется только в том случае, если это предусмотрено кредитным договором. Очевидно, что эти изменения в законодательстве давно назрели, а их принятие позволит ускорить процессы консолидации в банковском секторе. Странно, но для корпораций в этом смысле пока ничего не изменилось.
- **Правительство Казахстана национализирует два банка – БТА (Ва1/ВВ) и Альянс (Ва2/ВВ-).** (Источник: Bloomberg). Тем не менее, реакция в еврооблигациях BTAS и ALLIBK пока была очень слабой. Они по-прежнему торгуются с доходностью более 25%. Многие опасаются за кредитоспособность центрального правительства. CDS-спрэды на Казахстан расширились, а Fitch говорит о риске снижения суверенного рейтинга страны.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.72	-0.12	+0.35	+0.51
EMBI+ Spread, бп	651	+18	-14	+412
EMBI+ Russia Spread, бп	609	+24	-110	+462
Russia 30 Yield, %	9.00	+0.16	-0.78	-0.85
ОФЗ 46018 Yield, %	12.58	+1.25	+4.13	+4.13
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	475.5	+5.0	-551.4	-393.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	82.1	+1.0	-54.5	-32.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-938.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	12.67	-3.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	0.00	0	-34.81	-34.37
Нефть (брент), USD/барр.	43.8	-2.1	-3.1	-1.8
Индекс РТС	508	-27	-124	-124

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РЫНКАМИ ДВИЖУТ ЭМОЦИИ

Складывается впечатление, что финансовые рынки сейчас как никогда «эмоциональны». Посудите сами, никаких сенсационно плохих новостей вчера не было. В частности, американский индекс производственной активности **ISM** в январе неожиданно увеличился; выросла и его ценовая составляющая (**Prices paid**); домохозяйства продолжают сокращать собственные расходы, предпочитая сберегать (норма сбережения выросла до 3.6%); **FDIC** «на всякий случай» хочет увеличить кредитную линию в Минфине. В Европе агентство **Moody's** снизило рейтинг **Barclays** на 2 ступени до Aa3 в связи с опасениями будущих убытков (из-за этого подросли ставки LIBOR).

Тем не менее, индексы акций вчера преимущественно снижались (**Dow Jones** -0.80%) вместе с доходностями **US Treasuries**. Котировки облигаций правительства США росли, как будто забыв о «навесе» нового предложения. По итогам дня, доходность **10-летних UST** снизилась на 12bp до 2.72%. Правда, не стоит забывать, что в **UST** теперь может присутствовать «нерыночный» покупатель с неограниченным количеством ликвидности (FED).

ЛОНДОН НЕ СПРАВИЛСЯ СО СТИХИЕЙ

Активность на рынке еврооблигаций **Emerging Markets** вчера была ниже средней, в том числе по причине транспортного коллапса в **Лондоне** из-за необычайного снегопада. Насколько мы понимаем, многие брокеры просто не смогли вовремя добраться до работы.

Цены основных бенчмарков **EM** продолжили снижаться, а спрэд **EMBI+** расширился на 18bp до 651bp. В российском сегменте котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 9.00%) сползли примерно на 50bp до 92pp; заметно снизился интерес к корпоративным выпускам. Последнее может быть связано как с желанием зафиксировать прибыль, так и с вероятным завершением цикла девальвации рубля.

Рынок рублевых облигаций

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

СТАВКИ РАСТУТ

Как и ожидалось, ставки по операциям **прямого репо** с **ЦБ** вчера заметно выросли, составив 10.1% на утреннем и 10.8% на вечернем аукционах (примерно +85бп и +125бп, соответственно). Причем далеко не все желающие смогли получить средства: при спросе около 759 млрд. рублей, объем заключенных сделок составил вдвое меньше (388.5 млрд.).

Аналогичная ситуация вчера сложилась и на 3-месячном беззалоговом аукционе (25 млрд. рублей): средневзвешенная ставка достигла 18.65% (очередной рекорд), спрос превысил предложение почти в 7 раз!

Многие банки нашли «спасение» на рынке МБК, где ставки **overnight** вчера находились на уровне 12-15%. Стоимость бивалютной корзины вчера доходила до 40.80 рублей (+50 копеек). Впрочем, к закрытию торгов она опустилась примерно до отметки 40.60 руб. Сегодня утром корзина стоит 40.75. **Центробанк**, по оценкам наших дилеров, не вмешивается в ход торгов. Вчера регулятор тоже не осуществлял интервенций.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Торговая активность на рублевом долговом рынке вчера была невысокой. Мы ожидаем возвращения интереса к локальным облигациям по мере того, как рынок вновь начнет обретать уверенность в стабильности национальной валюты, в т.ч. снизятся до «нормальных» уровней вмененные ставки NDF (25-35%). Любопытно, что, несмотря на существенное удорожание прямого репо, никаких продаж в выпусках из **Списка репо ЦБ** мы вчера не отметили.

ЛенСпецСМУ (S&P B) отчиталось о результатах за 9 месяцев 2008 г. по МСФО

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

Строительный холдинг ЛенСпецСМУ опубликовал неаудированную отчетность за 9 мес. 2008 г. по МСФО. В очередной раз хочется отметить сравнительно высокий уровень финансовой прозрачности компании, которая быстро готовит отчетность и поддерживает специальный финансовый сайт для инвесторов.

По итогам 9 мес. 2008 г., выручка ЛСС составила 9 млрд. руб., превысив значение аналогичного показателя за весь 2007 г. В 3-м квартале компания не вводила в строй объекты недвижимости (в течение 1-го полугодия было введено порядка 148 тыс. кв.м). Однако в июле-сентябре ЛСС сдала несколько ранее возведенных объектов, что и нашло отражение в отчетности (ЛСС признает выручку после сдачи объекта госкомиссии, а также подписания акта приема-передачи с покупателем-соинвестором).

Всего в 2008 г. ЛСС сдала 413 тыс. кв. м. недвижимости (т.е. в 4-м квартале компания ввела 265 тыс. кв.м., что почти в 2 раза превышает показатель 1-го полугодия). Ранее компания прогнозировала, что по итогам 2008 г. получит выручку на уровне 12.5 млрд. руб. Как нам подтвердили в ЛСС, этот прогноз остается в силе.

По итогам отчетного периода, совокупные активы ЛСС увеличились на 60%, в основном благодаря росту объемов строительства, финансирование которого преимущественно шло за счет авансов от покупателей (значение этого показателя в отчетном периоде увеличилось на 87%, причем в совокупных обязательствах ЛСС доля авансов составляет порядка 60%).

Рентабельность по EBITDA за 9 мес. 2008 г. составила 27.8%, показатели долговой нагрузки находятся на весьма комфортном уровне – в пределах 2.0х по показателю «Долг/EBITDA» (см. Таблицу).

Очевидно, что прогнозировать дальнейшую динамику финансового профиля ЛСС сейчас чрезвычайно сложно. Судя по публикациям в СМИ, продажи жилья резко снижаются. В таких условиях долговая нагрузка строительно-девелоперских компаний может достаточно быстро вырасти.

Ключевые финансовые показатели группы «ЛенСпецСМУ», МСФО				
Млн. руб.	2006 г.	2007 г.	6 мес. 2008 г.	9 мес. 2008 г.
Выручка	7 712	8 903	4 615	9 070
EBITDA	729	2 145	1 157	2 518
Чистая прибыль	433	1 027	996	1 078
Долг	2 606	6 655	5 346	6 422
Чистый долг	582	6 487	4 136	5 614
Капитал	1 068	2 098	3 219	3 512
Активы	13 585	21 189	32 077	33 377
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	9.4%	24.1%	25.1%	27.8%
Долг/ EBITDA annualized (x)	3.6	3.1	2.3	1.9
Чистый долг/EBITDA annualized (x)	0.8	3.0	1.8	1.7
Долг/Капитал (x)	2.4	2.1	3.2	1.8
EBITDA/процентные платежи (x)	6.3	6.8	6.8	6.0

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

На прошлой неделе ЛенСпецСМУ вышла к держателям кредитных нот с погашением в 2012 г. с предложением изменить условия выпуска в связи с ухудшением финансового положения. В частности, ЛСС предлагает убрать пут-опцион (апрель 2009 г.), скорректировать график погашения (из bullet-структуры в амортизационную) и ослабить или узять некоторые финансовые ковенанты. Кроме того, ЛСС предложила «несогласным» держателям расстаться с бумагой за 30-35% от номинала.

Агентство Standard & Poor's решило не менять рейтинг ЛСС в связи с данным предложением, сочтя его «оппортунистическим», но не «distressed». Иначе говоря, S&P полагает, что в случае, если кредиторы не согласятся на него, компания будет способна исполнить свои обязательства по оферте в апреле. В другом похожем случае – с украинской трубной компанией Интерпап – S&P расценило предложение кредиторам как «distressed» и снизило рейтинг компании до «SD».

Судя по тому, что мы слышали, достаточно большое количество держателей кредитных нот ЛСС не согласны со сделанным им предложением. Голосование состоится 12 февраля. Компании необходимо получить одобрение 75% держателей. Реальных котировок по выпуску на рынке нет.



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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.