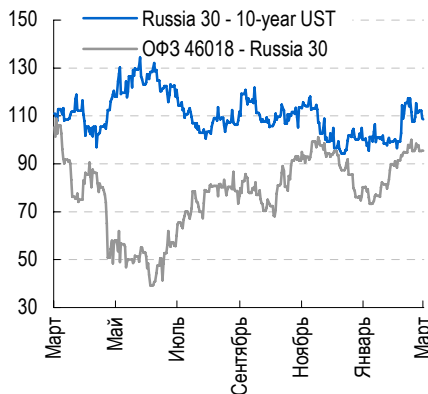


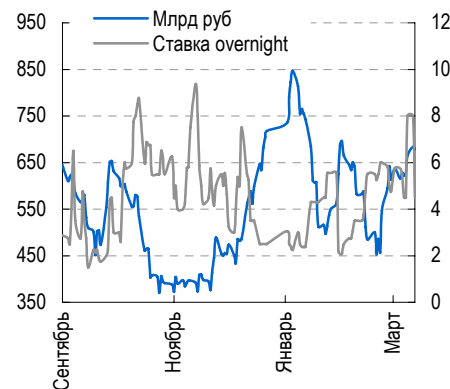
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 20 марта 2007 г.

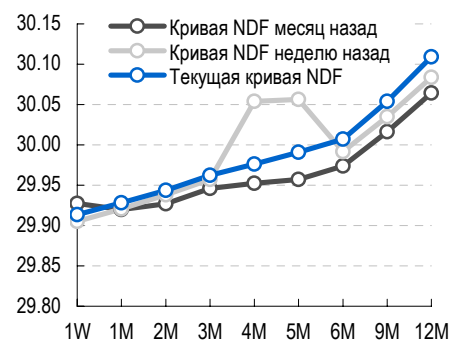
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

20 мар	Выплата НДС
20 мар	Размещение руб.обл. КМПО-Финанс-1
20 мар	Размещение руб.обл. ТГК1-1
20 мар	Housing Starts в США
21 мар	Размещение еврообл. Абсолют Банк
21 мар	Решение ФРС о процентной ставке
21 мар	Размещение руб.обл. Вост.Экспресс-1
22 мар	Initial Jobless Claims в США

### Рынок еврооблигаций

- Рынки, похоже, успокаиваются после второй в этом году волны risk aversion. В российском сегменте без перемен, а вот в корпоративных и банковских выпусках **Казахстана и Украины** происходят интересные события. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Вчерашнее снижение ставок МБК – скорее случайность, чем закономерность. Слабость в выпусках **ЮТэйр** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- ТГК-1 (NR): комментарий к размещению.** (стр. 3)
- Вкратце: РСХБ (A3/NR/BVV+) и РосБР (Ваа2/BVV+) включены в проект плана приватизации-2008** (Источник: Интерфакс). Мы полагаем, что речь может идти об очередной формальной попытке выполнения тезиса об уменьшении присутствия государства в банковском секторе. Напомним, что официальная стратегия развития сектора допускает даже приватизацию Сбербанка и ВТБ. На наш взгляд, российское правительство вряд ли всерьез намерено расстаться с контролем над этими банками. Речь может идти лишь о продаже миноритарных долей. РосБР, вероятнее всего, войдет в структуру планируемого к созданию Банка Развития. Что же касается РСХБ, то это один из системообразующих банков страны, который в настоящее время выступает основным инструментом реализации национального проекта «Сельское хозяйство», поэтому его приватизация вряд ли возможна. Господдержка является ключевым аспектом кредитного профиля всех российских госбанков, обеспечивающим высокие кредитные рейтинги. Держатели еврооблигаций РСХБ и РосБР в любом случае «защищены» от приватизации – условия выпуска предусматривают **пут-опцион** в случае снижения доли государства в капитале этих банков ниже 50%+1 акция. У держателей рублевых облигаций РСХБ-1 и РСХБ-2 такой «защиты» нет.
- Вкратце: S&P повысило рейтинг компании Ренессанс Капитал до BB-**. Выпуск еврооблигаций банка RENOTE 09 предлагает доходность на уровне 8.10%.

- Вкратце: Инфляция в России за 1-12 марта 2007 г. составила 0.3%.** Инфляция за весь март 2006 г. была на уровне 0.8%. (Источник: Рейтер со ссылкой на МЭРТ). Новости об умеренных темпах инфляции в марте ослабляют ожидания в отношении номинального укрепления рубля. Вместе с тем, озвученные цифры по впечатляющему росту промпроизводства и доходов населения в феврале (8.3% и 17%) говорят о том, что инфляционное давление в ближайшие месяцы может усилиться. Цена на нефть остается важным неконтролируемым фактором инфляционного давления.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.57	+0.02	-0.12	-0.13
EMBI+ Spread, бп	178	-4	+8	+9
EMBI+ Russia Spread, бп	107	-2	+7	+11
Russia 30 Yield, %	5.66	-0.01	-0.02	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.61	-0.01	+0.03	+0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	605.9	-5.6	+221.4	-60.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	72.8	+0.8	-124.8	-41.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	58.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.25	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	-0.02	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	60.5	+0.2	+2.5	-0.2
Индекс РТС	1846	+25	-48	-64

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Рынки, похоже, успокаиваются после второй в этом году волны risk aversion. Инвесторы покидают «надежные», но несколько перекупленные (на фоне сильной статистики) US Treasuries и постепенно возвращаются к более рискованным активам. Доходность **UST10** вчера выросла еще на 2 бп до 4.57%, а спрэд **EMBI+** сузился на 3 бп до 178бп.

Рост аппетита к Emerging Markets был вчера особенно заметен в облигациях **казахстанских банков**, котировки которых выросли на 1/2-3/4 пп. Это вполне объяснимо, ведь именно этот сегмент «провалился» сильнее других за последние несколько недель (см. также наш вчерашний комментарий).

Интересные новости поступают об украинских эмитентах еврооблигаций. Так, например, стало известно, что после долгих «препирательств» нефтехимический концерн **Стирол** (Саа1/В-) признал факт нарушения ковенант по выпуску **CONSTI 08** (YTM 10.93%). В качестве компенсации за устранение ковенант (на самом деле, они крайне несущественны) компания предложила держателям нот беспрецедентно щедрую компенсацию в размере 2.5% от номинала (вероятно, пытаясь реабилитировать себя как компанию с адекватным качеством корпоративного управления). На наш взгляд, держателям облигаций Стирола имеет смысл согласиться на предложение компании. Financial Times пишет о возможном срыве сделки по поглощению украинского **УкрСоцБанка** (Ва1/В/В-) итальянским **Banca Intesa** (Аа3/АА-/АА-). Новость привела к продажам в выпуске **USCBUZ 10** (-1/2 пп; YTM 7.96%).

В российском сегменте вторичный рынок вчера выглядел очень спокойно. На первичном рынке стал известен price-talk по новым выпускам **Альфа-Банка** (Ва2/ВВ/ВВ-) в рамках программы DPR. Ориентиры по доходности составят 3mEURIBOR + 190бп и 3mLIBOR+200бп, суммарным объемом USD300-500 млн. Это уже третий выпуск банка в рамках DPR, предыдущие два были размещены с доходностями 3mEURIBOR + 190бп и 3mLIBOR + 190бп соответственно. На наш взгляд, такие выпуски не представляют интереса для российских инвесторов. Продолжается маркетинг выпусков **ХКФ Банка**, **Абсолют Банка**, **Газпромбанка** (3 года, benchmark size) и **CLN Банка ЦентрИнвест** (9.0-9.5%, 2 года, до USD100 млн).

Сегодня нас ожидает информация по рынку жилья в США.

## Рынок рублевых облигаций

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

Пожоже, что вчера никто не испытывал сложностей с рублевой ликвидностью – мы наблюдали достаточно неожиданное снижение ставок МБК до 3.0%. Возможно, уверенности добавили новости с валютного рынка, где ЦБ приобрел около USD2.5 млрд. (наши оценки). Мы сохраняем умеренно-пессимистичный взгляд на краткосрочные перспективы денежного рынка и связываем продажи валюты в ЦБ с подготовкой к налоговым выплатам (сегодня НДС) и аукционам по продаже активов ЮКОСа. Сегодня утром ставки overnight выросли до 5.0%.

Так или иначе, на фоне временно благоприятной ситуации с ликвидностью участники рынка вчера неагрессивно покупали длинные ОФЗ и выпуски первого эшелона. Сохраняется устойчивый спрос в выпусках 2-3 эшелона. Исключениями вчера стали лишь облигации тех эмитентов, которые в ближайшее время предложат рынку новые выпуски. Небольшие продажи вчера были в облигациях **Кокс-1** (-4бп; YTM 8.66%), **Банк Зенит-3** (-2бп; YTP 8.33%) и **МОИТК-1** (-4бп; YTM 9.43%). Кроме того, чуть снизились котировки **ОГК-5-1** (-3бп; YTP 7.90%). Вероятно, кто-то освобождал лимиты под размещения ОГК-1 и Тюменьэнерго.

Новости об крушении лайнера **ЮТэйр** спровоцировали слабость в котировках облигаций компании. Сделок вчера мы не видели. Однако, если в пятницу спрос в выпусках ЮТэйр был виден на уровне номинала, то вчера биды отступили на уровень 98.1 во 2-м выпуске (11.50% доходность по биду к погашению в марте 2009 г.) и 97.50 в 3-м выпуске (12.37% доходность по биду к оферте в декабре 2008 г.).

## ТГК-1 (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа генерирующей компании ТГК-1 объемом 4 млрд. рублей сроком на 7 лет с 3-летней офертой. Эмитентом выступает ОАО «ТГК-1» – центр денежных потоков и балансодержатель операционных активов компании.

ТГК-1 была образована в ходе реформы РАО ЕЭС на базе электроэнергетических активов Ленэнерго, Колэнерго и Карелэнерго, а также Апатитской ТЭЦ. С 1 ноября 2006 года компания перешла на единую акцию. В апреле 2007 г. планируется присоединить Мурманскую ТЭЦ. По размеру установленной мощности ТГК-1 занимает 3-е место среди всех образованных ТГК. В состав производственных мощностей ТГК-1 входят 12 ТЭЦ, 9 каскадов ГЭС, 2 изолированные ГЭС, а также одна дизельная электростанция. Крупнейшими акционерами ТГК-1 являются РАО ЕЭС (55.7%, S&P BB-), Fortum Power and Heat Oy (25.7%, рейтинги A2/A-/A+) и группа Итеррос (7.2%, NR).

Ключевым преимуществом ТГК-1 перед всеми остальными ТГК является достаточно высокий уровень конкурентоспособности, что важно в связи с перспективой либерализации российского рынка электроэнергии. Компания имеет высокую долю гидрогенерации, на которую приходится 46% от общей установленной мощности. Себестоимость у ГЭС существенно ниже, чем у ГРЭС и ТЭЦ. По итогам 9 мес. 2006 г. компания была одной из немногих ТГК, которым удалось продемонстрировать положительный финансовый результат (11 из 14 ТГК за этот период получили убытки, т.к. многим в условиях холодной зимы пришлось переключаться на мазут). ТГК-1 также отличает выгодное географическое положение (экономически развитый регион, возможность экспорта электроэнергии в Европу).

В ближайшее время компания планирует допэмиссию акций, в ходе которой она может привлечь более USD1 млрд. Насколько мы понимаем, ключевыми претендентами на акции ТГК-1 будут финская Fortum (ТГК-1 давно интересна этой компании), Газпром (см. вчерашний Коммерсантъ) и, возможно, группа Интеррос/Норильский Никель. На наш взгляд, изменения в составе акционеров и инъекция акционерного капитала окажут позитивное влияние на кредитный профиль компании.

Пожалуй, единственной заметной слабостью кредитного профиля ТГК-1 являются значительные потребности в инвестициях («общее место» для российской электроэнергетики). В период до 2015 г. компания планирует направить на собственные инвестиционные потребности около 130 млрд. руб. Насколько мы понимаем, в течение ближайших 3 лет ТГК-1 сможет профинансировать основную часть инвестиций за счет средств от допэмиссии акций и собственных средств. Долговая нагрузка, вероятно, останется вблизи текущих уровней (2.7x) или чуть подрастет.

### Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	2005*	9М2006
Выручка	5 450	14 010
Операционная прибыль	753	560
ЕБИТДА	н/д	1 585
Чистая прибыль	587	191
Финансовый долг**	н/д	5 772
<b>Ключевые показатели</b>		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	-	11.3%
Рентабельность чистой прибыли (%)	10.7%	1.4%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	-	2.7

*Источник: данные компании, \* - за 2005 год данные приведены за 4 квартал, \*\* - с учетом долга дочерних компаний*

Самым непростым, пожалуй, является вопрос о привлекательности займа. Организаторы ориентируют рынок на доходность 7.9-8.1% к 3-летней оферте, что выглядит «справедливо» относительно чуть более короткого выпуска ОГК-5 (7.87%). По фундаментальным характеристикам ТГК-1 выглядит даже чуть более интересно (гидрогенерация, вероятно более крупная допэмиссия). В то же время, на наш взгляд, каждое следующее размещение облигаций российских электроэнергетических компаний будет предлагать все более привлекательную доходность (мы слышали о скором выпуске распределительной компании

Тюменьэнерго под 8.5% на 3 года), оказывая давление на менее доходные выпуски, так что торопиться с покупкой энергетических облигаций точно не стоит. Одной из разумных стратегий могло бы быть участие в сегодняшнем аукционе с ориентирами на price-guidance организаторов, и выход из выпуска через несколько месяцев на новостях о проведении компанией допэмиссии акций.



Финансовая группа МДМ  
Инвестиционный департамент  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

### Управляющий директор, Начальник Управления 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

### Управляющий департамента аналитики

#### Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

#### Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

#### Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

#### Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

#### Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

#### Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

#### Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@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.

© 2006, 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, опубликовывать, 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.