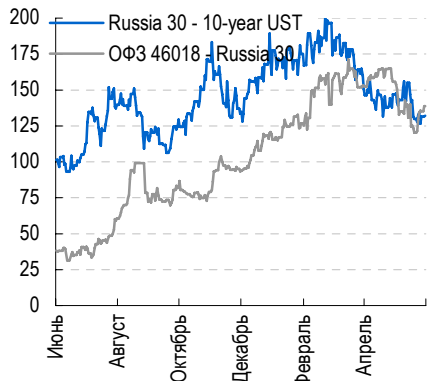
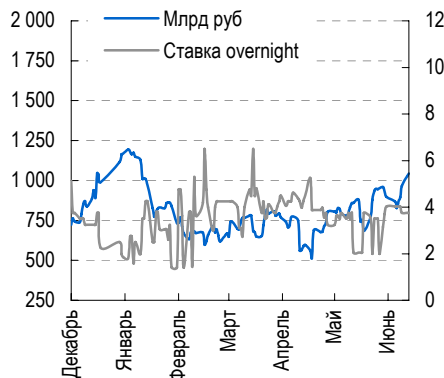


среда, 25 июня 2008 г.

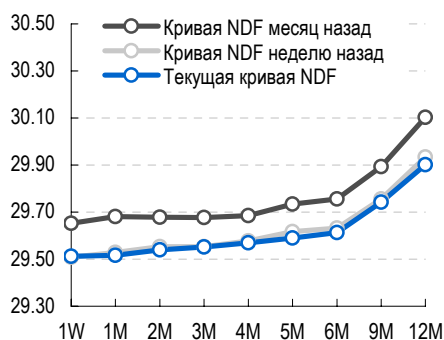
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

25 июн	Уплата акцизов, НДС
25 июн	Заседание ФРС
25 июн	Размещение руб. обл. ШАНС-1
25 июн	Размещение руб. обл. Юнитайп-1
25 июн	Размещение руб. обл. ФинансБизнесГруп-1
25 июн	Статистика по первичному рынку жилья США
26 июн	Размещение руб. обл. СамарскаяОбл-5
26 июн	Размещение руб. обл. ПОБанк-1

### Рынок еврооблигаций

- Слабая статистика в США спровоцировала очередную волну «бегства к качеству»
- В российских облигациях продажи по всему спектру
- Первичный рынок: **КазМунайГаз** и **Банк Санкт-Петербург** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Итоги вчерашних аукционов сложились в пользу эмитентов; по выпуску **Разгуляя** есть вопросы
- Вторичный рынок: дежа вю (стр. 2).

### Новости, комментарии и идеи

- **Комментарий к ситуации с облигациями МоСтрансавто (S&P CCC+)**. Событие произошло совершенно некстати, повысив градус напряжения на и без того достаточно нервном рынке. Мы уверены, что Правительство Московской области (Ва2/ВВ) сегодня предпримет меры для того, чтобы МОИТК выполнила обязательства по оферте. На наш взгляд, у Мособласти есть и огромная заинтересованность в этом, и необходимые финансовые возможности. Более подробно см. стр. 3.
- **Группа Амурметалл опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 2007 г.** Чуть ранее мы комментировали результаты компании по РСБУ за этот же период, которые, как оказалось, в наиболее существенных аспектах соответствуют данным по МСФО. Мы обратили внимание лишь на немного более высокий уровень долговой нагрузки Амурметалла по МСФО – 5.6x в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» против 4.7x по РСБУ.
- **Вкратце: S&P пересмотрело прогноз рейтинга Северстали со «Стабильного» на «Позитивный».** Решение рейтингового агентства связано с улучшением финансовых и операционных показателей компании, а также благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке стали. Безусловно, действие S&P поможет компании в маркетинге нового выпуска еврооблигаций.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.08	-0.09	+0.24	+0.05
EMBI+ Spread, бп	268	+8	+9	+29
EMBI+ Russia Spread, бп	147	+10	-3	0
Russia 30 Yield, %	5.58	+0.10	+0.27	+0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.81	-0.06	-0.06	+0.34
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	591.9	+11.2	+79.6	-296.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	485.6	+22.5	+118.1	+370.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	213	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.38	-0.12	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.51	0	-0.16	-0.13
Нефть (брент), USD/барр.	136.5	+0.6	+4.9	+42.6
Индекс РТС	2309	-33	-126	+18

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *ОЧЕРЕДНАЯ ВОЛНА ПЕССИМИЗМА*

На этот раз «бегство к качеству» было спровоцировано слабыми данными по экономике США. Опубликованные вчера **индексы цен на недвижимость**, **Consumer Confidence** и **Richmond Fed** оказались разочаровывающе низкими. Даже аукцион по 2-летним **UST** не смог воспрепятствовать снижению доходностей **UST** (8-10бп).

Сегодня в **США** будет опубликовано решение **ФРС** по ключевой ставке, а также статистика по первичному рынку жилья и заказам на товары длительного пользования.

В сегменте развивающихся рынков также преобладают негативные настроения. **Банк Индии** повысил ставку на 50бп в целях борьбы с инфляцией, **Уругвай** объявил об обмене коротких гособлигаций на более длинные, а дипломатический конфликт между **Эквадором** и **Колумбией** вспыхнул с новой силой. На этом фоне спрэд **EMBI+** расширился на 8бп и составил 268бп.

Пессимизм не обошел стороной и российский рынок. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.58%) вчера потерял в цене более 1/2пп, открывшись с «гэпом» вниз. Спрэд к **UST** вечером составлял порядка 142бп, но к сегодняшнему утру расширился до 150бп. По слухам, облигации продавал некий крупный американский инвестор. В корпоративном секторе продажи коснулись всего спектра длинных бумаг. Пострадали длинные выпуски **Северстали**, **Евраз**, **Вымпелкома**, **Газпрома** и **ТНК**. Падение составило от 1/2 до 1пп.

### *ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК: КАЗМУНАЙГАЗ, БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГ*

Вчера завершилось размещение выпуска казахстанской государственной нефтегазовой компании **КазМунайГаз** (Ваа1/BBB/BBB-). Гигантский объем – 3 млрд. долл. – был размещен двумя траншами. Доходность по 5-летнему выпуску составила 8.5%, по 10-летнему – 9.25%, то есть по верхней границе **price-talk**. Вчера бумаги торговались на 1/8 выше цены размещения.

Деталей по выпускам **ТМК**, **Северстали** и **Промсвязьбанка** пока нет. Вчера, кстати, в очереди на новое размещение к этим эмитентам присоединился **Банк Санкт-Петербург** (Ва3/В+).

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *ИТОГИ АУКЦИОНОВ – В ПОЛЬЗУ ЭМИТЕНТОВ; ПО ВЫПУСКУ РАЗГУЛЯЯ ЕСТЬ ВОПРОСЫ*

Практически все вчерашние размещения прошли в рамках озвученных накануне ориентиров (если таковые были). Доходности выпусков **Кредит Европа-2** (9.2%) и **Татэнерго-2** (9.47%) вряд ли можно назвать привлекательными (см. комментарий от 23 июня). С кредитным профилем компании **Полипласт** мы не знакомы, поэтому воздержимся от комментариев.

Инвесторы, участвовавшие в аукционе по **МТС-3**, получили небольшую премию в размере 10-20бп над кривой телекомов. Однако далеко не факт, что сближение МТС-3 с этой кривой произойдет именно за счет снижения доходности нового выпуска.

Нас несколько удивили итоги размещения биржевых дисконтных облигаций **Разгуляя**. Ранее компания объявила полугодовой колл-опцион по номиналу. Сложившаяся цена подразумевает доходность около 10.33% к колл-опциону. Однако доходность бумаги к погашению будет в 2 раза ниже. Мы считаем

совершенно необоснованным расчет доходности к колл-опциону. Либо мы чего-то не понимаем, либо эмитент заключил фантастически привлекательную сделку.

Сегодня утром стало известно, что на начало июля запланировано размещение 3-го выпуска облигаций **Транскредитбанка** на 5 млрд. рублей. Ориентир организаторов по купону составляет 9.5-10% к 1.5-годовой оферте.

### **ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ДЕЖА ВЮ**

На вторичном рынке обстановка не меняется – котировки большинства бумаг продолжают снижаться. Даже ежедневные тех.дефолты, как это ни прискорбно, становятся привычным явлением (комментарий об облигациях Мострасавто см. ниже). Вчера продавцы стали еще активнее, из-за чего некоторые выпуски **1-го эшелона (ФСК-2, ГидроОГК-1, Московская область-7)** потеряли в цене около 30-50бп. Благодаря меньшей ликвидности сегмент облигаций **2-го эшелона** в целом выглядит более стабильным, однако здесь также доминируют продавцы. Например, **Седьмой континент-2** (УТР 9.43%) подешевел вчера на 36бп.

Впечатляет сегодняшнее сальдо ЦБ по операциям с банковской системой – оно составляет 213 млрд. рублей. Вероятно, это связано с тем, что банки переводит средства с депозитов на корсчета, так как сегодня предстоят очередные налоговые выплаты (**акцизы, НДС**). Одновременно вчера регулятор, по оценкам наших дилеров, купил около 1.2 млрд. долл. В целом же ситуация на денежном рынке остается очень комфортной – ликвидности хватает на всех, благодаря чему ставки **overnight** не поднимаются выше 3.0%.

## **Комментарий к ситуации с облигациями Мострасавто (S&P CCC+)**

*Аналитик: Михаил Галкин e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)*

Для начала несколько пояснений, т.к., на наш взгляд, в сегодняшних газетных публикациях были допущены определенные неточности.

Во-первых, вчера не исполнила свои обязательства лишь компания МОИТК (S&P B), которая была единственным оферентом по облигациям Мострасавто. Сам эмитент на этой неделе должен был лишь осуществить выплату купона, с чем успешно справился. Во-вторых, Правительство Московской области не выступало поручителем по этим облигациям. Оно лишь предусмотрело в своем бюджете ежегодный взнос в уставный капитал Мострасавто в размере 1.5 млрд. руб. с целью поддержать платежеспособность убыточной компании.

Конечно же, вчерашнее событие произошло совершенно некстати, повысив градус напряжения на и без того достаточно нервном рынке. Тем не менее, мы уверены, что Правительство Московской области (Ba2/BB) сегодня предпримет меры для того, чтобы обязательства по оферте были выполнены. На наш взгляд, у Мособласти есть и огромная заинтересованность в этом, и необходимые финансовые возможности.

Что касается заинтересованности Правительства «спасти» МОИТК, то об этом можно рассуждать достаточно долго. Группа компаний МОИТК представляет собой достаточно ценные активы, полностью принадлежащие администрации Московской области, в которые были инвестированы очень значительные средства налогоплательщиков (только в капитал самого МОИТК внесено уже более 400 млн.долл.). Через эти компании реализуются социально важные для региона проекты и проходят крупные денежные потоки. Поэтому в случае, если дефолт МОИТК станет больше чем технической ошибкой, репутационный ущерб для Московской области будет невосполнимым. В ситуации, когда российский сектор государственных и муниципальных финансов в целом является одним из самых «крепких» с точки зрения кредитоспособности, ситуация с Мособластью попадет под «увеличительное стекло» всех заинтересованных групп, и каждая из этих групп наверняка сделает неприятные для региональной администрации выводы. Даже если говорить

только о долговом рынке, то дефолт сделает запретительно высокой стоимость заимствований для большинства эмитентов, аффилированных с Мособластью. Сейчас на рынке обращаются облигации региона почти на 60 млрд. руб. и еще около 10 выпусков различных «дочек» Мособласти объемом более 30 млрд. руб. При этом регион неоднократно заявлял о наполеоновских планах расширения своего присутствия на долговых рынках... В общем, мы уверены, что на этой неделе «досадная ошибка» с техническим дефолтом МОИТК будет исправлена.

Если же говорить о финансовых возможностях Московской области, то они очень значительны на фоне «цены вопроса». Насколько мы понимаем, в данном случае речь идет о сравнительно небольшой сумме, которая необходима МОИТК для исполнения обязательств по оферте. По нашим оценкам, «в рынке» находится не более 20% из 7.5 млрд. руб. выпуска Мострансавто, т.е. что-то в пределах 1.5 млрд. руб. Это совсем не много на фоне годового бюджета Мособласти, который превышает 200 млрд. руб. Технически финансовая поддержка оферты МОИТК наверняка будет оказана через лояльные региональной администрации банки под формальное или неформальное поручительство Правительства Мособласти.

В связи с вышеизложенным, мы не хотим даже рассуждать на тему того, что будет в случае, если дефолт МОИТК окажется не «техническим». В то же время, если МОИТК сегодня-завтра выполнит все свои обязательства, мы бы рекомендовали скорее не продавать, а, наоборот, подумать о покупке риска «дочек» Мособласти. Ведь в этом случае тезис о «вмененной» поддержке администрацией региона своих инфраструктурных компаний получит подтверждение.

О кредитном риске «дочек» Мособласти и о схеме финансирования регионом инвестиций в инфраструктуру мы подробно рассуждали в Утреннем комментарии от 27 мая 2007 г.



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.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@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.