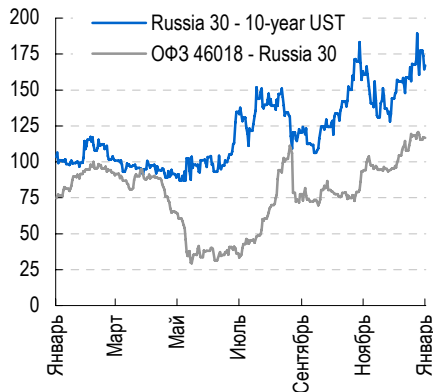


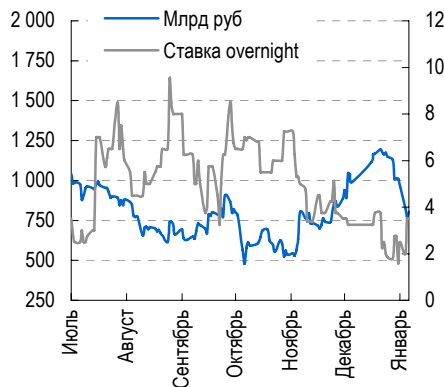
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 30 января 2008 г.

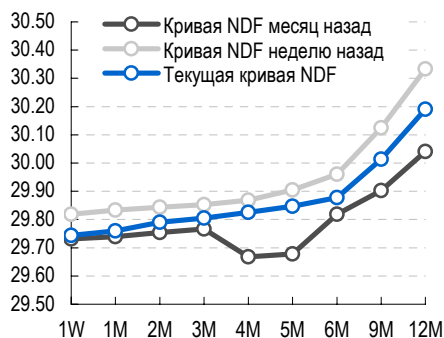
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

30 янв	Заседание ФРС
31 янв	Индекс PCE за декабрь
31 янв	Размещение облигаций АИЖК-11
1 фев	Nonfarm Payrolls
1 фев	Индекс ISM в промышленности
5 фев	Индекс ISM в сфере услуг
6 фев	Размещение ОФЗ-46021 (10 млрд. руб.)
12 фев	Размещение облигаций ВТБ24-2

Рынок еврооблигаций

- Позитивные новости из США вчера способствовали росту аппетита к риску. На наш взгляд, сегодня ФРС может ограничиться снижением ставки на 25бп (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Покупки только во 2-м эшелоне. О доразмещении 26200 и ликвидности (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ЗАЗ (NR) продемонстрировал хорошие результаты за 2007 г. (стр. 3)
- Вкратце: Европейская подшипниковая корпорация (NR) создает СП с американской Vreco – лидером на рынке ж/д подшипников в США. Ожидается, что ЕПК внесет в СП производственные мощности приобретенного недавно завода в Саратове и денежные средства, а Vreco – денежные средства и технологии. Общие инвестиции в проект – 70 млн. долл. (Источник: Интерфакс). Мы позитивно оцениваем новости о партнерстве. Мы считаем, что альянс с одним из ведущих иностранных игроков позволит со временем устранить одну из ключевых слабостей ЕПК – технологическое отставание по сравнению с мировыми конкурентами. Насколько мы понимаем, ЕПК добилась изменения ковенанты выпуска CLN, которую компания нарушила по итогам 2006 г. Теперь ограничение на долговую нагрузку сформулировано как «Чистый долг/ЕБИТДА» < 4.0. Предыдущая формулировка – «Долг/ЕБИТДА» < 3.0. Выпуск CLN ЕПКRU 09 (14-15%) и рублевые облигации ЕПК не очень ликвидны.
- Вкратце: Крупнейший в Корее банк Коокмин (Aa3/A/A+) намерен приобрести 30% акций казахского ЦентрКредит Банка (Ba1/NR/BB-) с опционом на увеличение доли до контрольной (Источник: СМИ со ссылкой на корейскую газету). Котировки облигаций BCCRD вчера выросли на 5-бп. Подобная сделка, безусловно, помогла бы изменить отношение инвесторов к казахстанским банкам.
- Вкратце: РУСАЛ (NR) подвел итоги деятельности за 2007 г. Выручка достигла 14.3 млрд. долл. (+11% к 2006 г.). Показатели рентабельности РУСАЛ традиционно не раскрывает. Объем долга на конец 2007 г. – 8.8 млрд. долл. Мы оцениваем показатель EBITDA margin на уровне 35%, а соотношение Долг/ЕБИТДА – в пределах 2х. РУСАЛ прогнозирует, что в 2008 г. конъюнктура рынка алюминия ухудшится. Мы же ожидаем резкого роста долговой нагрузки ОК РУСАЛ в первую очередь в связи с намерением группы приобрести крупные пакеты акций Норильского никеля (капитализация – около 45 млрд. долл.). Рублевые облигации РУСАЛа (7.9%), на наш взгляд, непривлекательны в связи с низкой доходностью и «нерепуемостью» в ЦБ.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.68	+0.10	-0.40	-0.35
EMBI+ Spread, бп	270	-6	+38	+31
EMBI+ Russia Spread, бп	169	-5	+27	+22
Russia 30 Yield, %	5.32	0	-0.20	-0.19
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	0	+0.02	+0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	543.1	+73.5	-297.2	-345.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	259.8	-43.4	+110.8	+145.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	84.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.64	+0.60	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.73	-0.05	+0.06	+0.09
Нефть (брент), USD/барр.	92.0	+0.6	-1.9	-1.9
Индекс РТС	2010	+31	-281	-281

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашняя статистика по экономике **США** стала своего рода приятным сюрпризом. Рост объема **заказов на товары длительного пользования** в декабре составил 5.2%, что существенно выше прогнозов, да и **индекс потребительского доверия** превысил ожидания. Кроме того, хорошей новостью стало одобрение **Конгрессом США** пакета налоговых льгот для экономики. Доходности **US Treasuries** на этих новостях выросли на 10 бп вдоль всей кривой. На аукционе по **5-летним бумагам** также было заметно ослабление спроса на **UST**.

В сегменте **Emerging Markets** ощущается рост аппетита к риску. Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 6 бп до 270 бп. Вчера довольно удачно прошли размещение облигаций **Словении** (Aa2/AA/AA) и доразмещение евробондов **Филиппин** (B1/BB-) суммарным объемом почти USD2 млрд.

Российский сегмент еврооблигаций вчера тоже выглядел вполне оптимистично. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.32%) сократил спрэд до 165 бп. В первом эшелоне корпоративных бумаг спросом пользуются почти все выпуски: **GAZPRU 37** (YTM 7.42%), **LUKOIL 17** (YTM 7.15%), **TMENRU 18** (YTM 8.00%). Не отстает и второй эшелон – мы видели покупки в **NKNCRU 15_10** (YTP 9.64%), **ROLF 10** (YTM 10.33%), **NOVORO 12** (YTM 7.75%). Но особенно высокий спрос мы отметили в коротких (меньше года) бондах эмитентов с неплохим кредитным качеством: **SUEK 08** (YTM 7.44%), **AVAZRU 08** (YTM 7.27%).

Центральным событием сегодняшнего дня, безусловно, станет **решение ФРС** по ключевой ставке. А главным вопросом, соответственно – как поведет себя регулятор? Около 74% участников рынка, согласно котировкам фьючерсов, все еще верят в снижение ставки на 50 бп. Мы не совсем согласны с такими агрессивными ожиданиями. Экономическая статистика последних дней (**Jobless Claims, Durable Goods**), в принципе, не так уж и пессимистична. Да и результаты аукционов **TAF**, и динамика **LIBOR** указывают на снижение спроса на ликвидность. А раз банки уже не испытывают столь серьезного дефицита ликвидности, стоит ли столь же решительно продолжать цикл снижения ставки, не лучше ли оставить себе больше пространства для маневра в будущем? Тем более, что буквально на прошлой неделе ставку снизили на 75бп. Ответ **ФРС** на этот вопрос мы узнаем лишь сегодня вечером. По нашим оценкам, вероятности снижения **FED RATE** на 25 бп и 50 бп примерно равны.

Кроме решения по **FED RATE**, рынок сегодня ждет данных по **ВВП США** за 2007 год. До конца недели также будут опубликованы инфляционный индекс **PCE** и **Payrolls**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашний день на рынке рублевых облигаций не был отмечен какими-либо интересными событиями. Подросшие еще в понедельник ставки денежного рынка большую часть вторника оставались около 4.0%. В **1-м эшелоне** и **ОФЗ** активность минимальна, а настроения игроков в этом сегменте скорее умеренно-пессимистичны.

Средние и мелкие инвесторы (в т.ч. УК) проявляют интерес к коротким выпускам **2-го эшелона** с доходностью не менее 9%. Именно такие облигации продемонстрировали вчера наилучшую динамику. В частности, спросом пользовались выпуски **НПО Сатурн-3** (YTP 10.97%, +20бп), **ЮТК-5** (YTP 8.94%, +20бп), **Кокс-2** (YTP 9.63%, +15бп) и т.д.

«Аутсайдером дня» стал малоликвидный выпуск **Росбанк-1** (YTM 8.68%), потерявший в цене порядка 40-50бп. Возможно, причиной для продаж послужили известные события вокруг банка **Societe Generale** (AA/AA-/Aa2), которые стали поводом для спекуляций относительно планировавшейся сделки по поглощению

французским банком Росбанка. Мы, кстати, думаем, что сделка все же состоится. Возможно, чуть позже, чем это первоначально планировалось.

Вчера **Минфин** объявил о желании доразместить сегодня «остатки» **ОФЗ 26200** (УТМ 6.20%) на 5.3 млрд. рублей. Напомним, что предыдущий аукцион по этому выпуску выглядел как-то «нерыночно» (см. наш комментарий от 24.01.08). Сейчас **ОФЗ 26200** стоит по доходности примерно на 5bp ниже сравнимого по дюрации **ОФЗ 46014** (УТМ 6.25%). Либо сегодня повторится сценарий прошлого аукциона, либо **Минфину** придется предложить рынку ощутимую премию к уровням вторичного рынка.

По состоянию на сегодняшнее утро, остатки средств банков на корсчетах и депозитах в **ЦБ** выросли примерно на 30 млрд. рублей до 802.9 млрд. По оценкам наших дилеров, ЦБ вчера валюту не покупал (собственно, курс бивалютной корзины пока далек от «бида» ЦБ). Возможно, средства поступили из бюджета. Крупные налоговые выплаты пройдены, поэтому, вероятно, сегодня ставки **overnight** могут немного снизиться.

Вчера мы не упомянули о пересмотре параметров бюджета на 2008 г., плановый профицит которого резко увеличился. В принципе, это указывает на вероятное увеличение «стерилизующей» активности бюджета, что мы воспринимаем как умеренно-негативный сигнал для рынка рублевых облигаций.

ЗА3 (NR) продемонстрировал хорошие результаты за 2007 г.

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

В нашем распоряжении оказалась отчетность ЗАО «ЗА3» по украинским стандартам за январь-сентябрь 2007 г., а также некоторые предварительные финансовые показатели компании за весь 2007 г. Учитывая, что все основные активы и денежные потоки группы ЗА3 сконцентрированы на ЗАО «ЗА3», отчетность этой компании по УСБУ позволяет получить адекватное представление о финансовом положении крупнейшего в Украине автопроизводителя.

Рост выручки ЗА3а в 2007 г. составил 86% (!). В основе такого динамичного роста – успех на российском и украинском рынках выпускаемой ЗА3ом модели Chevrolet Lanos, на которую приходится более 40% от общего числа собираемых на заводе машин. По результатам 2007г., Chevrolet стала наиболее популярной маркой в России (Источник: РБК Рейтинг), во многом именно благодаря модели Lanos. Летом 2007 г. завод наладил сборку еще одной популярной марки – Chery, на которую, по итогам года, уже пришлось более 8% выпуска. Общий выпуск автомобилей на ЗА3е в 2007 г. вырос на 46% (282 тыс. шт.).

Ключевые финансовые показатели ЗАО «ЗА3», УСБУ

Млн. USD	2006 г.	9М2007 г.	2007 г.
Выручка	1 376	1 724	2 564
Операционная прибыль	53	137	157
ЕБИТДА	80	145	170*
Чистая прибыль	23	118	н/д
Собственные средства	403	520	н/д
Финансовый долг	218	280	261
Активы	766	1 068	н/д
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin	5.8%	8.4%	6.6%*
Фин. долг / ЕБИТДА	2.7	1.4	1.5*
ЕБИТДА / проценты	3.6	1.4	н/д
Чистый долг/ Собственные средства	0.6	0,6	н/д

*Источник: данные компании, *- оценка МДМ-Банка*

В 2007 г. ЗА3у удалось улучшить показатели рентабельности. Так, показатель ЕБИТДА margin по итогам 2007 г., по нашим оценкам, составил 6.6% против 5.8% в 2006 г. Насколько мы понимаем, рост рентабельности связан в первую очередь с восстановлением налоговых льгот, утраченных компанией в

2005 г., а также с изменением условий взаимоотношений с дистрибуторами (связанные стороны, контролируемые общим акционером – группой Укравто).

Рост выручки и рентабельности позволил ЗАЗу снизить показатель «Долг/ЕБИТДА» до комфортных 1.5х. Однако учитывая волатильность показателей рентабельности ЗАЗа, а также то, что компания находится в стадии активного роста, сопровождающегося инвестициями в основной и оборотный капитал, мы не исключаем, что в дальнейшем долговая нагрузка возрастет. Тем не менее, по нашим оценкам, компании удастся удержать ее в пределах 3.0х в терминах «Долг/ЕБИТДА».

Хорошая отчетность может оказать поддержку котировкам выпуска CLN ZAZAB 9.75%, который сейчас торгуется на уровне 98.0, с доходностью около 15% к оферте в июне 2008 г.



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		

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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.