

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Выпуск	Close	Изм-е, %	YTM, %	Изм-е, b.p.	
Нефть (Urals)	96.13	1.55	1.64	↑	UST 10	97.12	0.00	3.85	0
Золото	968.9	11.10	1.16	↑	РОССИЯ 30	113.63	0.00	5.52	0
EUR/USD	1.5221	0.0100	0.66	↑	Газпром 34	116.55	0.00	7.21	0
RUB/USD	24.1966	-0.2592	-1.06	↓	Банк Москвы 09	103.45	0.00	5.67	0
FF Fut. апр.08	2.43	-0.04		↓	ОФЗ 25057	102.12	-1.02	6.35	59
Fed Funds Fut. Prob (2.5%) Mar.08	55%	0.09		↑	ОФЗ 25058	100.05	-0.04	6.12	20
EMBI+	434.19	0.00	0.00	↑	ОФЗ 46020	99.10	0.33	7.10	-2
EMBI+, спрад	279	17		↑	МГор39-об	106.99	0.97	6.63	-19
EMBI+ Россия	484.08	0.00	0.00	↑	Мос.обл.6в	103.49	0.29	7.87	-11
EMBI+ Россия, спрад	190	19		↑	Мос.обл.7в	100.20	-0.10	8.11	2
MIBOR, %	6.46	0.96		↑	КОМИ 8в об	96.00	0.00	8.04	0
Счета и деп. в ЦБ, млрд. руб.	0.6204	0.0222	3.71	↑	РЖД-07обл	100.70	0.00	7.50	0
MICEX RCVI	98.89	0.01	0.01	↑	ИКС5Фин 01	0.00	0.00	8.76	0
MICEX объемы, млн.руб.	Биржа	РПС	Сумм.	РЕПО	МОЗСК-01	98.01	0.00	8.91	0
Корпоративные	2436.8	6751.5	9188.3	36466.5	МартаФин 3	99.09	-0.05	18.48	15
Муниципальные	1039.2	1955.3	2994.5	8133.9	ГлСтрой-2	100.55	0.00	9.14	-1
Государственные	1313.2	0.0	1313.2	0.0	ЮТК-03 об.	99.00	0.00	9.26	0

### Ключевые события

#### Долговые рынки

Еще одно испытание ликвидностью  
Оферта по выпуску СУ-155  
Макси-Групп объявляет новую ставку  
Бернанке и ВВП

#### Новости эмитентов

X5: результаты и прогнозы  
ТГК-10 досталась Fortum

### Новости коротко

- **Инфляция в России за период с 1 по 26 февраля составила 1,1%**, прогноз на февраль - 1,2%, сообщил первый заместитель председателя Банка России Алексей Улюкаев. / REUTERS
- **Ситуация на внутреннем денежном рынке обостряется.** Вчера объем операций прямого РЕПО с ЦБ составил 193.5 млрд. руб. Это самый большой объем средств, предоставленных по этим операция с конца ноября. ЦБ ждет дальнейшего ухудшения ситуации и роста ставок overnight до 10% с текущих 5.5- 6.5%. По словам Улюкаева, ЦБ готов предоставлять порядка 300- 400 млрд. руб. Негативные перспективы на денежном рынке не несут ничего хорошего внутреннему долговому рынку.
- **Россельхозбанк** готовится к размещению выпуска еврооблигаций номинированных в швейцарских франках. Эмитентом нот выступит компания RSHB Capital S.A. Fitch присвоило предстоящему выпуску ожидаемый рейтинг «BBB+», Moody's – присвоило выпуску оценку А3. Лид-менеджером выпуска выступит UBS/ REUTERS
- **Вимм-Билль-Данн** начнет 5 марта 2008 года размещение третьего выпуска облигаций на сумму 5.0 миллиардов рублей / REUTERS
- Рейтинговое агентство Standard & Poor's повысило долгосрочные кредитный рейтинг **Международного Промышленного Банка** с «B+» до «BB-». Одновременно краткосрочный кредитный рейтинг контрагента был подтвержден на уровне «B». Прогноз по рейтингам – «стабильный».
- Вчера Банк Москвы, выступая к качестве организатора, начал предварительный маркетинг выпуска **ООО "Леноблгаз-Финанс"** объемом 1.0 млрд. руб. Срок обращения по выкупу составляет 5 лет, оферта - через 1 - 1,5 года./ Инвестиционный Блок Банка Москвы

**Долговые рынки****Еще одно испытание ликвидностью**Внутренний рынок

Последние два дня торгов продемонстрировали, что рублевый рынок понятия не имеет, как действовать дальше. Падать ниже он уже не способен: спрэд выпуска ОФЗ-46018 к России'30 достиг 130 б. п. – абсолютный максимум с момента размещения выпуска ОФЗ-46018. Длинные ОФЗ сейчас находятся на чуть более высоких уровнях, чем те, на которых выставял биды ЦБ прошлой осенью.

Цены корпоративных выпусков вчера почти не претерпели изменений – наблюдались даже робкие покупки в некоторых бенчмарках: например, выпуск Газпром-6 вырос на 40 б. п. (-31 б. п. в доходности), Газпром-9 поднялся в цене на 25 б. п. (-6 б.п.), ЛУКОЙЛ-3 и ЛУКОЙЛ-4 прибавили 4-5 б. п.

Ситуация на денежном рынке стремительно ухудшается

Тем временем условия на денежном рынке начали ухудшаться: объем операций РЕПО с ЦБ вчера достиг 193.5 млрд руб. – максимальный объем с конца ноября. ЦБ предсказывает дальнейший рост ставок overnight до 10 % с текущих 7.0-7.5 %. По словам Улюкаева, ЦБ готов предоставлять ликвидность в размере 300-400 млрд руб. ежедневно. Столь слабый денежный рынок не предвещает ничего хорошего российскому долговому рынку.

**Оферта по выпуску СУ-155**

Вчера СУ-155 исполнил оферту по своему 3-му выпуску. По нашим оценкам, эмитент выкупил облигаций на сумму порядка 2.3 млрд руб., совокупный объем выпуска составляет 3 млрд руб. Похоже, что довольно высокая ставка купона, установленная эмитентом накануне оферты – 13 %, или на 270 б. п. выше предыдущего купона – не смогла убедить инвесторов сохранить бумагу у себя. Мы не заметили крупных сделок, проходящих по цене ниже номинала – эмитент, вероятно, не продавал облигации обратно в рынок.

**Макси-Групп объявляет новую ставку**

Макси-Групп вчера объявила ставку 5-6 купонов в размере 10 % – значительно ниже предыдущего купона в 14 % на предшествующий период. Решение последовало за одобрением консолидации 100 % акций, полученным НЛМК от ФАС. Интересно, что НЛМК, который сейчас является владельцем 50 % плюс одна акция Макси-Групп, не теряет времени даром: на внеочередном собрании акционеров 3 из 5 мест Совета директоров Макси-Групп заняли представители НЛМК. В числе других нововведений – упразднение поста президента холдинга, который занимал Николай Максимов, основатель Макси-Групп.

Новая ставка купона отражает повысившуюся кредитоспособность Макси-Групп благодаря появлению у компании столь качественного акционера как НЛМК. В то же время, вчера мы заметили исчезновение бидов в стакане и считаем, что новая ставка станет стимулом для предъявления большой доли выпуска к досрочному погашению, которое состоится 17 марта. Держатели Макси-Групп будут рады избавиться от многострадальных облигаций компании, тем более что новая ставка – крайне скромная даже для дочерней компании высококлассного заемщика.

**Бернанке и ВВП**

Двухдневное выступление Бернанке перед конгрессом США с докладом на тему политики ФРС состоялось. Мы бы хотели выделить основные моменты, которым глава ФРС уделил особое внимание в своих выступлениях и которые сейчас, похоже, больше всего волнуют ФРС:

- риск рецессии экономики США – ухудшение ситуации на рынке недвижимости и ухудшение благосостояния потребителей;
- продолжающиеся волнения на финансовых рынках;
- растущие риски инфляции.

Несмотря на то что высокие данные по инфляции заставили многих участников рынка изрядно понервничать, Бернанке подчеркивает, что основной проблемой и задачей ФРС является «состояние здоровья» американской экономики – это означает, что, скорее всего, ФРС продолжит снижать ставки, поскольку экономическая статистика, выходящая в США, по-прежнему остается крайне слабой.

Вторая оценка ВВП за 4-й квартал, опубликованная вчера, осталась на прежнем уровне в 0.6 %. При том что цифры совпали с предыдущими, ожидания экспертов были выше – на уровне 0.8 %. Детали отчета также указывают на то, что внутренний потребительский спрос

снизился, и лишь рост экспорта удержал ВВП от общего снижения в 4-м квартале 2007 г.

На фоне слабых экономических данных и намеков Бернанке, что ФРС продолжит снижать ставку, облигации казначейства США чувствуют себя более чем уверенно. Растущие страхи относительно рецессии традиционно на руку UST, сохраняющим за собой статус «тихой гавани». Доходность 10-летних нот вчера упала до уровня 3.72 %.

Эта неделя была довольно насыщенной с точки зрения экономической информации, и сегодняшний день – не исключение. Особое внимание мы хотели бы обратить на важные данные по персональным доходам и расходам: индексы PCE и индекс Michigan Confidence.

#### Рынок евробондов

Рынок российских еврооблигаций вчера еле заметно восстановился. Спрэд между Россией'30 и UST 10 расширился до 184 б. п. за счет более активного роста последних. Сейчас 30-летние суверенные евробонды торгуются с доходностью к погашению в размере 5.49 %. Мы стали свидетелями растущего спроса в банковском секторе: длинные выпуски БРС прибавили 30-35 б. п., Банк Москвы с погашением в 2009 г. вырос на 25 б. п.

*Егор Федоров*

## Новости эмитентов

### X5: результаты и прогнозы

Вчера X5 Retail Group опубликовала неаудированные финансовые результаты за 2007 год и представила прогнозы на 2008г.

Выручка X5 выросла на 53 % и составила \$ 5320 млн, что немного превысило наши ожидания. За прошедший год торговые площади увеличились на 143.1 тыс. кв. м, в то время как рост сопоставимых продаж составил 20 %.

Валовая рентабельность компании немного снизилась с 26.7 до 26.4 %. Как объяснил менеджмент X5 во время конференц-колла, стратегия компании заключается в повышении лояльности покупателей, а также росте трафика в магазинах, в том числе за счет выставления конкурентных цен, что и привело к снижению рентабельности.

Доля операционных расходов к выручке немного снизилась – до уровня 21.5 %, что в основном связано со снижением доли расходов по опционной программе для менеджеров. В результате, рентабельность EBITDA увеличилась на 50 б. п. до 9 %.

Также компания предоставила свои целевые уровни по основным финансовым показателям на 2008 год. Так, рост выручки планируется на уровне 36-38 %, в то время как рентабельность EBITDA прогнозируется на уровне 8.8-9 % на фоне снижения валовой рентабельности до 25.8-26.2 %. Уровень капитальных вложений должен составить \$ 1.2-1.4 млрд.

Планируется, что Чистый долг/EBITDA по итогам 2008г. не превысит 4X, что в принципе является довольно высокой планкой, учитывая, что рейтинговое агентство S&P в июле прошлого года называло приемлемым соотношение на уровне не более 3X. Хорошей новостью для держателей является тот факт, что срок размещения двух выпусков X5 общим объемом 16 млрд руб. истекает в марте этого года, и похоже что компания не станет их размещать.

Облигации Икс-5 не слишком ликвидны, в настоящий момент доходность bid/ask составляет 10.28% на 9.24% при дюрации в 2 года. Мы считаем, что во втором эшелоне есть более привлекательные бумаги с точки зрения соотношения длина-доходность, например, второй выпуск ТКК-10 (9.6% на 1 год). Впрочем, оптимальной стратегией, как мы уже отмечали ранее, является участие в первичных размещениях второго эшелона.

#### Основные финансовые показатели X5, млн. долл.

Показатель	2006	2007O	2008П
Выручка	3 485	5 320	7 289
Валовая прибыль	929	1 404	1 895
EBITDA	297	479	649
Чистый долг	1 009	1 533	<2 600
Валовая рент-ть	27%	26%	26%
Рент-ть по EBITDA	8.5%	9.0%	8.9%
Чистый Долг/EBITDA	3.4	3.2	<4.0

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

*Мухамеджанова Сабина  
Анастасия Михарская*

### ТГК-10 досталась Fortum

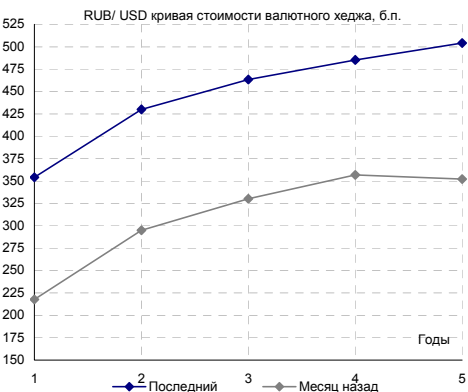
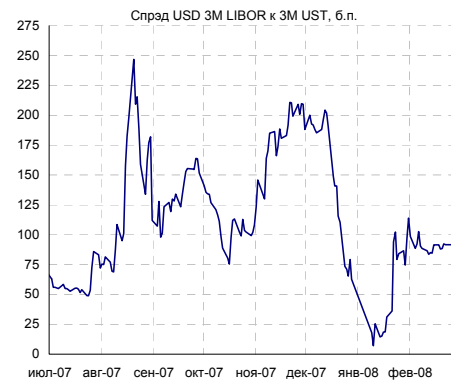
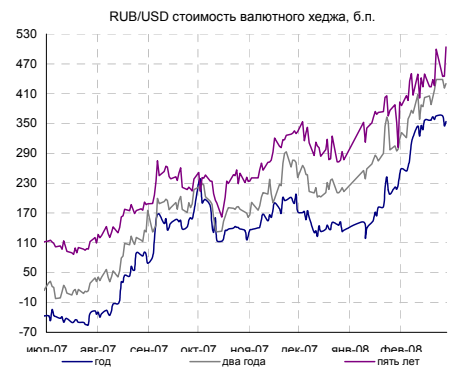
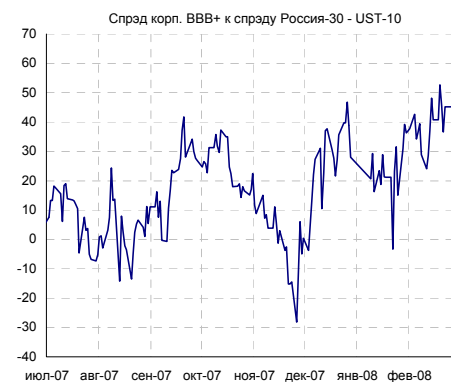
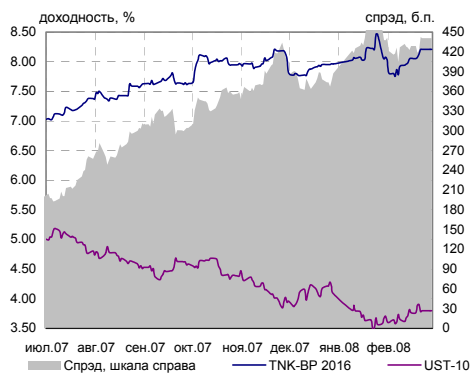
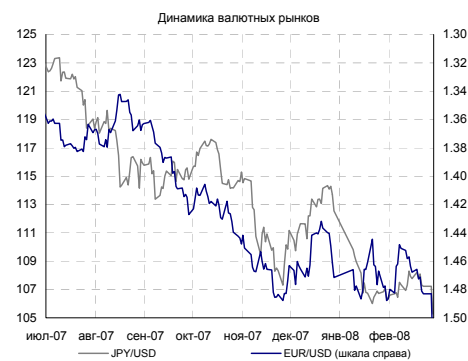
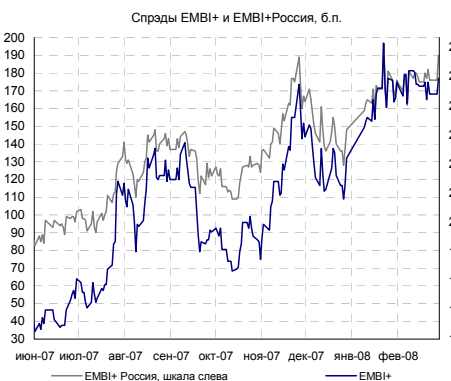
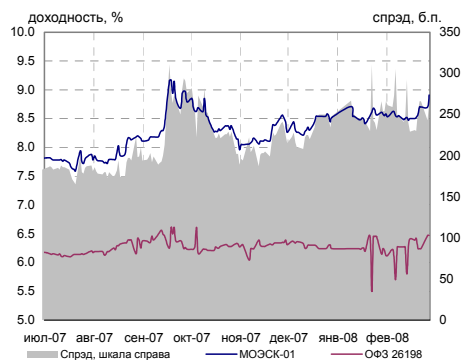
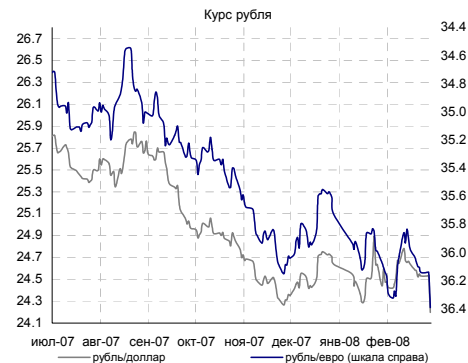
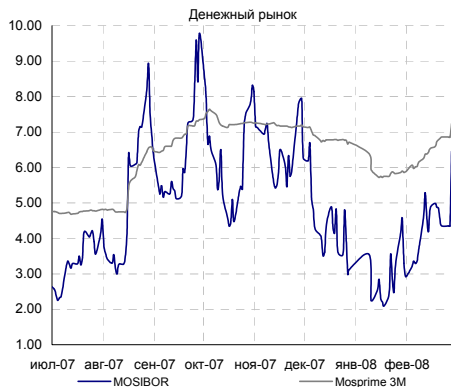
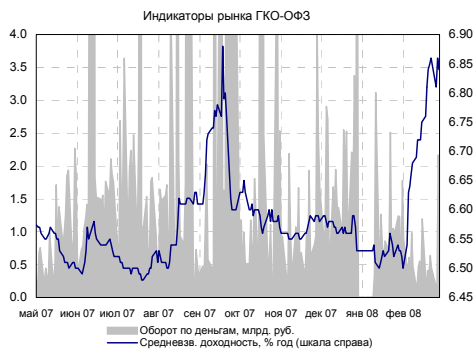
Вчера состоялся аукцион по продаже госпакета акций ТГК-10. Победителем аукциона стал финский концерн Fortum, который получил 52.29%-ный пакет акций компании за \$ 1.18 млрд. или рекордные для российского сектора электроэнергетики \$ 767 за 1 кВт установленной мощности. Fortum уже выразил заинтересованность в покупке всего объема допэмиссии акций ТГК-10 по такой же цене. Сегодня сделка должна быть одобрена Советом директоров ТГК-10. На наш взгляд, вероятность покупки финнами акций допэмиссии близка к 100 %. В результате покупка ТГК-10 обойдется Fortum в \$ 3.1 млрд. После размещения акций допэмиссии доля Fortum в ТГК-10 увеличится до 80 %.

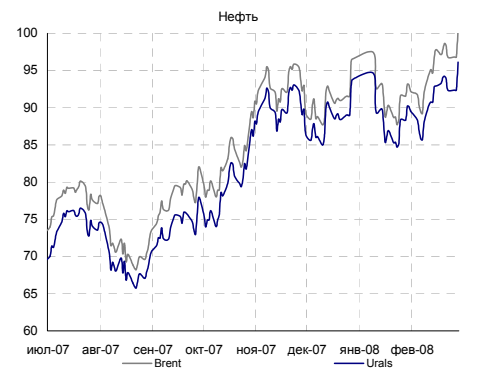
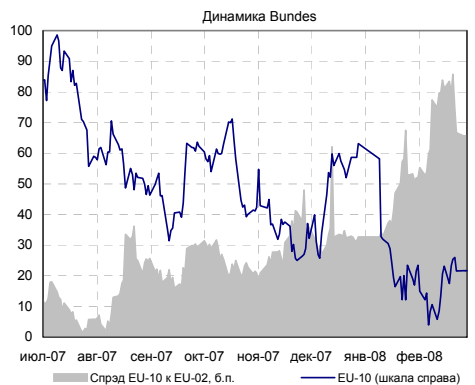
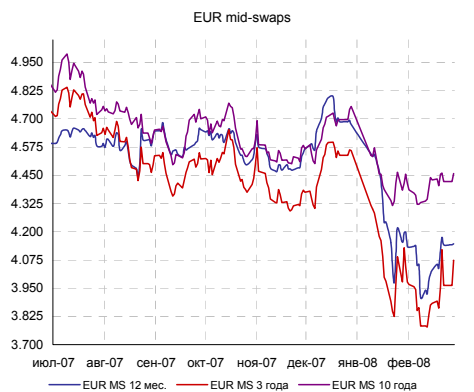
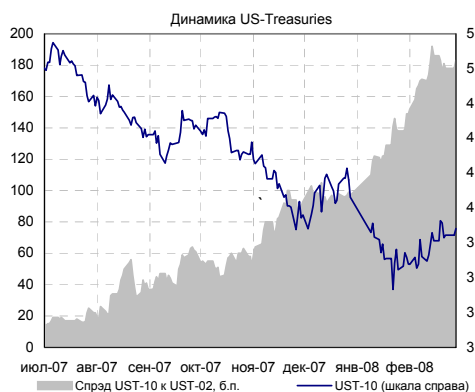
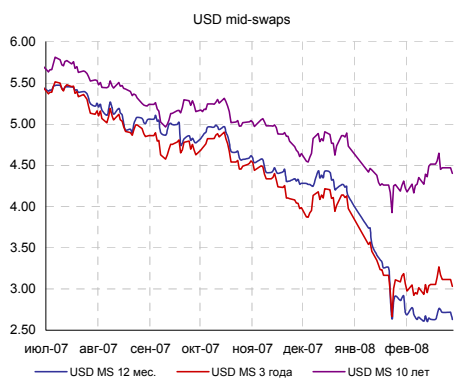
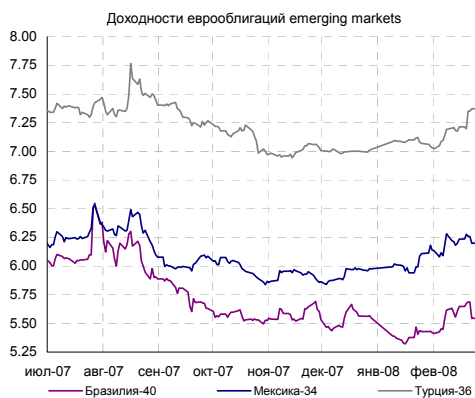
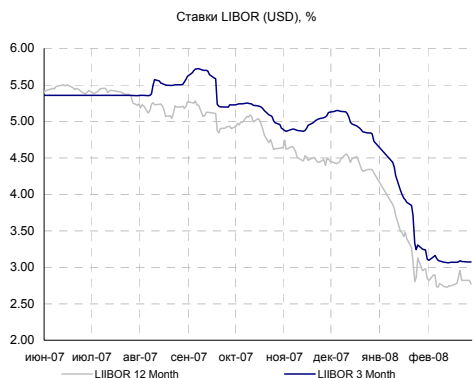
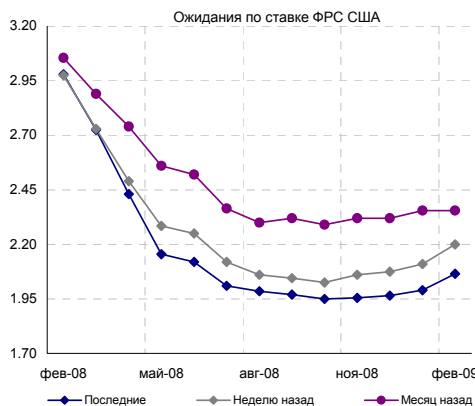
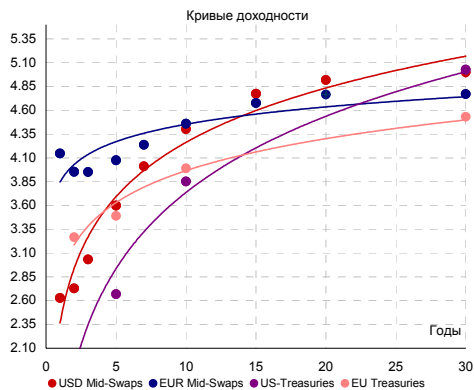
Напомним, что помимо Fortum ранее в качестве претендентов на контроль в ТГК-10 назывались такие компании, как ЛУКОЙЛ, французская Gaz De France и немецкая компания E.ON. Напомним, что именно Fortum, скупая акции теплогенерирующих компаний Северо-Запада (все они вошли в ТГК-1), стал первым иностранным стратегическим инвестором в российский сектор электроэнергетики. Однако получить контроль в ТГК-1 финнам не разрешили, и компания досталась Газпрому. Напомним, что помимо ТГК-10 в последний месяц Fortum активно интересовался покупкой контрольного пакета в ОГК-1. Теперь, в связи с покупкой ТГК-10, интерес финнов к ОГК-1 может существенно снизиться.

Появление качественного стратега – крайне позитивное событие для ТГК-10. Fortum имеет рейтинг на уровне «А-» по шкале S&P, (правда, стоит отметить, что прогноз рейтинга «негативный») и способен оказать позитивный эффект на качество корпоративного управления и прозрачность компании. К тому же большой объем средств, которые удалось привлечь с помощью допэмиссии, поможет компании в реализации масштабной инвестпрограммы.

Облигации второго выпуска ТГК-10 в настоящий момент торгуются с доходностью 9.63% на срок меньше года, и хотя после размещения бумага уже выросла на 30 б.п. в цене, выпуск все еще является довольно привлекательным в рамках облигаций второго эшелона.

*Скворцов Дмитрий  
Анастасия Михарская*





## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### СЕГОДНЯ

05.03.08	Публикация Бежевой Книги США
05.03.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
06.03.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
06.03.08	Очередное заседание Банк Японии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
07.03.08	
18.03.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

## Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
26.02.08	Россельхозбанк, 6	5000	10 лет	8.50	0.20
27.02.08	Стройальянс, 1	600	11 лет	-	-
27.02.08	АИЖК-Ипотека, 2	9440	12 лет	8.20	-
03.03.08	Мортон-PCO, 1	500	3 года	-	-
04.03.08	ТрансКонтейнер, 1	3000	5 лет	куп. 9.75	0.50
04.03.08	Макромир-Финанс, 1	1000	5лет	12.15	0.30
05.03.08	Владпромбанк, 1	200	3 года	-	-

## Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
20.02.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	янв.08	0.3%	0.4%	0.4%
20.02.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	янв.08	0.2%	0.2%	0.3%
25.02.08	Статистика продаж на вторичном рынке жилья, тыс. ед.	янв.08	4 820	4 890	4 890
26.02.08	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	янв.08	0.3%	-0.1%	1.0%
26.02.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	янв.08	0.2%	0.2%	0.4%
26.02.08	Индекс потребительской уверенности Conference Board	фев.08	85	87.9	75
27.02.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	янв.08	-1.2%	5.0%	-5.3%
27.02.08	Статистика продаж новых домов, тыс. ед.	дек.07	600	604	588
28.02.08	Предварительная оценка ВВП (preliminary)	IV кв. 2007	0.7%	0.6%	0.6%
СЕГОДНЯ	Индекс потребительских расходов (PCE core)	янв.08	2.7%	0.2%	

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_FI\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**Химическая промышленность**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

[Hamrakulov\\_DE@mmbank.ru](mailto:Hamrakulov_DE@mmbank.ru)**Стратегия**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)**Базы данных**

Нефедов Юрий

[Nefedov\\_YA@mmbank.ru](mailto:Nefedov_YA@mmbank.ru)**Стратегия**

Ковалева Наталья

[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.