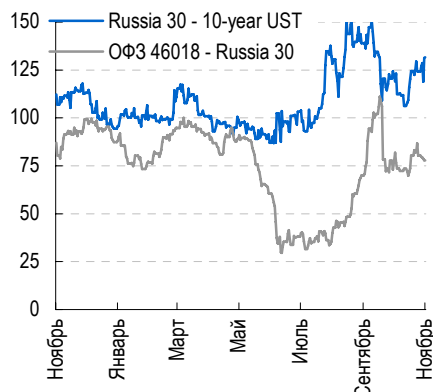


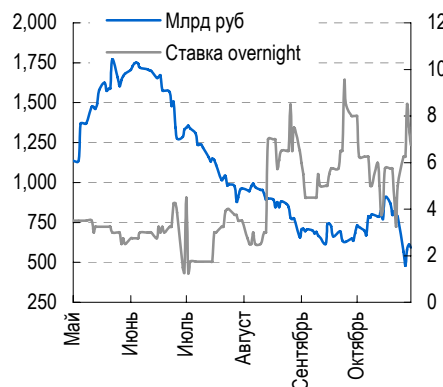
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 2 ноября 2007 г.

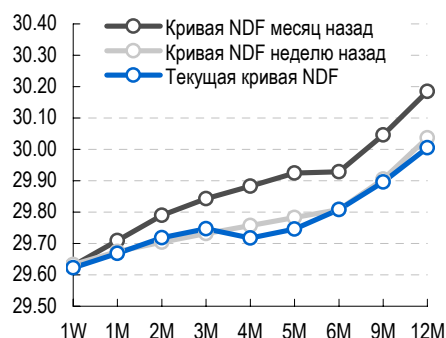
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



## Календарь событий

|        |                                      |
|--------|--------------------------------------|
| 2 ноя  | Nonfarm Payrolls                     |
| 5 ноя  | Индекс ISM Non-Manufacturing         |
| 7 ноя  | Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)      |
| 8 ноя  | Размещение руб. обл. Таттелеком-4    |
| 8 ноя  | Размещение руб. обл. Иркутская Обл-5 |
| 9 ноя  | Индекс цен на импорт в США           |
| 13 ноя | Размещение руб. обл. ИвановскаяОбл-1 |
| 13 ноя | Статистика по рынку жилья в США      |

## Рынок еврооблигаций

- «Недолго музыка играла»: в еврооблигациях опять началось «бегство к качеству». О размещенных траншах Газпрома в йенах (стр. 2)

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Первый эшелон приблизился к ценовым максимумам, возможна фиксация прибыли. Об облигациях АИЖК, Банка С-Пб, РСХБ-4 и ВТБ-Лизинг (стр. 3)

## Новости, комментарии и идеи

- Акционеры Седьмого континента (NR) могут отказаться от сделки с фондом TRG. Вместо этого один из двух ключевых бенефициаров компании намерен в ближайшее время продать свою долю партнеру (Источник: Ведомости). Мы полагаем, что на этих новостях котировки облигаций 7K могут снизиться (стр. 4).
- УМПО (NR): слабые результаты за 9 мес. по РСБУ (стр. 4).
- Сибирьтелеком (B+): хорошая отчетность за 9 мес. по РСБУ (стр. 5).
- Вкратце: Moody's снизило рейтинги 6-ти банков Казахстана, объяснив свое решение последствиями глобального кризиса ликвидности. В то же время, Moody's отмечает, что в стресс-сценарии банки, скорее всего, получат поддержку от регуляторов и акционеров. После этого рейтинги казахстанских банков по версии Moody's стали практически полностью соответствовать рейтингам от S&P и Fitch. О реакции рынка на эту новость см. стр. 2.
- Вкратце: ХКФБ (Ba3/B+) отменяет комиссии по некоторым кредитным продуктам (Источник: Коммерсантъ). Учитывая более «мягкий» переход к бескомиссионным продуктам, а также сравнительно невысокую рентабельность ХКФБ, мы полагаем, что негативное влияние этого решения на рентабельность банка будет не столь значительным, как в случае с Русским Стандартом. В настоящее время нам больше нравятся облигационные выпуски Русского Стандарта, чем ХКФБ (более сильные рейтинги и более высокая доходность).
- Вкратце: НТМП (Ba1/BB+), М.видео (NR) и Банк Санкт-Петербург (Ba3/NR/B) успешно закрывают свои IPO-сделки. На наш взгляд, эти новости создают позитивный фон для облигаций упомянутых эмитентов и представляемых ими сегментов/отраслей. В частности, нам кажется привлекательным «репуюемый» в ЦБ рублевый выпуск Банка Санкт-Петербург (11.44%).

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Заккрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|-----------|-----------|---------|---------------|
|                          |           | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 4.35      | -0.12     | -0.17   | -0.35         |
| EMBI+ Spread, бп         | 198       | +12       | -3      | +29           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 134       | +12       | +9      | +38           |
| Russia 30 Yield, %       | 5.66      | 0         | -0.08   | +0.01         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.44      | -0.01     | -0.08   | -0.08         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 491.7     | -18.4     | -88.8   | -174.4        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 100.6     | -1.5      | -2.6    | -14.1         |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | -181.3    | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 7.21      | -1.04     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.63     | +0.02     | +0.01   | -0.47         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 89.7      | -0.9      | +12.3   | +29.0         |
| Индекс РТС               | 2220      | -3        | +111    | +310          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходностям **US Treasuries** не долго было суждено расти после позавчерашнего снижения **FED RATE** – уже во второй половине вчерашнего дня рынок захлестнула очередная волна «бегства к качеству». На этот раз плохие новости пришли с рынка акций: несколько аналитиков одновременно понизили прогнозы по акциям **Citigroup** и **Bank of America**, и их котировки резко упали, потянув за собой весь рынок – **DJI** за день потерял 2.67%. Масла в огонь подлили отчетность **Credit Suisse** (банку пришлось списать 1.9 млрд. долл. активов), а также очередная новость о сохранении финансовых проблем у британской ипотечного банка **Northern Rock** (осуществил очередные заимствования в Банке Англии).

Все это спровоцировало очередной виток взаимного недоверия и проблемы с ликвидностью. **ФРС** вчера предоставила банкам **USD41 млрд.** – это даже больше, чем во время августовской волны кризиса. Между тем, макроэкономические данные, опубликованные вчера, были не так уж и плохи: инфляционные индексы **PCE** оказались достаточно умеренными, а индекс деловой активности – чуть ниже ожиданий. Однако «бегство к качеству» перевесило по значимости экономическую статистику. В результате, по итогам дня доходность **10-летних UST** упала на 13 бп до 4.35%, **2-летних** – на 19 бп до 3.76%.

Облигации **Emerging Markets** по результатам торгов не показали существенных колебаний. Разве что в выпусках Аргентины была заметна фиксация прибыли. За счет движения **UST** спрэд **EMBI+** спрэд прибавил 12 бп, достигнув 198 бп.

Спрэд выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.66%) расширился до 130 бп. На корпоративном рынке ситуация аналогична – котировки не меняются, а сделок практически нет. Мы видели небольшой спрос на выпуски **LUKOIL 17** (+1/4 пп; YTM 6.77%) и **MOBTEL 12** (+1/8 пп; YTM 6.90%). Наибольшая активность, тем временем, наблюдалась в казахстанских банковских выпусках. После сообщения о снижении агентством Moody's рейтингов 6-ти казахстанских банков, начались продажи. Тем не менее, они не носили панического характера: котировки выпусков **ККБ** и **BTAS** потеряли от 1 до 2 пп, остальные – в среднем 0.5 пп.

Сегодня в США публикуется важная статистика по рынку труда – **Nonfarm Payrolls**. Данные ожидаются достаточно слабыми. Вместе с низкой инфляцией (с конца мая индекс **PCE** находится в «комфортной зоне» - ниже 2.0% YoY) они могут создать предпосылки для дальнейшего снижения ставки **ФРС**. Сейчас фьючерсы на **FED RATE** показывают 60%-ю вероятность ее пересмотра до 4.25% на следующем заседании, тогда как еще вчера эта вероятность была близка к нулю.

На наш взгляд, российский сегмент в ближайшее время сохранит ценовую стабильность, в то время как спрэды к **UST** будут вести себя волатильно. На наш взгляд, в этой ситуации не следует сокращать портфель корпоративных облигаций. Если кому-то хочется его увеличить, то мы рекомендуем обратить внимание на «перепроданные» выпуски – **EUCHEM 12**, **RASPAD 12**, **IRKUT 09**.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Вчера мы забыли рассказать о прошедшем размещении еврооблигаций **Газпрома** (A3/BBB/BBB-) в йенах. Это, кстати, первый выпуск российского эмитента в японской валюте. Газпром разместил 2 транша объемом 20 и 30 млрд. йен, соответственно. Трехлетний транш был размещен с купоном 2.63% (mid swaps + 154 бп), пятилетний – с купоном 2.89% (mid swaps + 160 бп). Оба купона предполагают небольшую (10-15 бп.) премию к кривой Газпрома в терминах z-спрэдов. Любопытно было читать на ленте Bloomberg комментарии инвесторов из Японии, которые говорили о сложности оценки риска Газпрома.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вдохновленный новостями из США о снижении ставки, рублевый долговой рынок вчера открылся ростом котировок на 15-30бп. В лидерах оказались длинные выпуски **АИЖК**, которые подскочили в цене на 40-50бп. В связи с этим, рекомендуем обратить внимание на среднесрочный сегмент кривой ипотечного агентства (**5-й, 6-й, 3-й** выпуски, которые оказались на «обочине» ралли и сейчас предлагают доходность даже выше, чем **7-й, 8-й и 9-й** выпуски).

В соответствии с нашими прогнозами, котировки **РСХБ-4** (УТР 7.54%) выросли до 100.60-100.80 п.п. На наш взгляд, это довольно справедливый уровень. Доходность идентичных по дюрации облигаций **ВТБ-24** после вчерашнего ралли опустилась до логичных 7.20%.

Что же касается торговых идей, то сегодня мы вновь предлагаем взглянуть на наиболее доходные выпуски из Ломбардного списка. Мы по-прежнему считаем эти бумаги прекрасным объектом для вложения средств. Позиции «с плечом» могут обеспечить очень высокую доходность, а большая разница между доходностью и стоимостью репо ЦБ «страхует» от возможного снижения котировок. Если кто-то боится риска «розничных» банков, мы рекомендуем обратить внимание на облигации **Банка Санкт-Петербург**, который в эти дни с успехом завершает IPO-сделку.

| Выпуск                   | Дисконт, % | Доходность, % |
|--------------------------|------------|---------------|
| Банк РусСтандарт-5       | 17.50      | 12.25         |
| Банк РусСтандарт-6       | 17.5       | 12.23         |
| Банк Ренессанс Капитал-1 | 25.00      | 12.03         |
| ХКФБанк-2                | 17.5       | 11.62         |
| Банк РусСтандарт-4       | 17.50      | 11.83         |
| ХКФБанк-4                | 17.5       | 11.55         |
| ХКФБанк-3                | 17.50      | 11.27         |
| Банк Санкт-Петербург-1   | 25         | 11.05         |
| МКБ-2                    | 25.00      | 10.45         |
| УРСА-3                   | 25         | 10.29         |

Источник: ММВБ, ЦБ, МДМ-Банк

Оптимистичный настрой инвесторов поддерживает денежный рынок, где ставки overnight вчера снизились до 6-7%. Объем операций прямого **РЕПО** с ЦБ сократился еще на 20 млрд. рублей до 159 млрд. Кстати, короткие ставки NDF за последнюю неделю опустились в среднем на 100-120бп – это повышает привлекательность рублевых облигаций для нерезидентов.

Несмотря на улучшение ситуации с ликвидностью, сегодня мы можем увидеть фиксацию прибыли в рублевых облигациях, т.к. с внешних рынков вчера поступили тревожные новости, а котировки некоторых рублевых выпусков (в особенности в первом эшелоне и ОФЗ) сейчас вновь в «настораживающей» близости от исторических максимумов.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Вчера стало известно, что к размещению готовится выпуск рублевых облигаций **ВТБ-Лизинг** (объем 8 млрд. рублей, годовая оферта, рейтинг BBB+ от S&P). Ориентир организаторов по ставке купона – 8.00-8.20%. На наш взгляд, выпуск интересен даже по нижней границе ориентира (УТР 8.16%). Для сравнения, размещенный недавно **ВТБ 24-1** торгуется сейчас около 7.20% (вчера его котировки заметно подросли). Кредитные рейтинги у всех финансовых институтов группы ВТБ одинаковы, что отражает близость кредитного риска.

## Акционеры Седьмого континента (NR) могут отказаться от сделки с TPG

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

Сделка по продаже крупного пакета акций Седьмого континента (NR) фонду TPG может не состояться. Вместо этого один из двух ключевых бенефициаров компании в ближайшее время намерен продать свою долю партнеру. Для этого покупающий акционер – А.Занадворов – привлечет в банках крупные кредиты. Об этом сегодня сообщает газета Ведомости.

На наш взгляд, для держателей облигаций 7К эти новости негативны по двум причинам. Во-первых, в компании может не появиться «условно сильный» акционер в лице TPG. На самом деле, в своих предыдущих комментариях по поводу возможной продажи пакета акций 7К данному фонду мы были достаточно сдержаны, т.к. не знали ни о структуре сделки, ни о дальнейшей стратегии TPG в отношении этой розничной сети. Тем не менее, рынок воспринял эту сделку очень позитивно, в результате чего облигации 7К достаточно заметно сократили спрэд к выпускам X5 и Магнита (см. диаграмму).

Во-вторых, в случае реализации сделки по сценарию, описанному Ведомостями, у ключевого акционера компании появится достаточно заметная долговая нагрузка. Это снизит его возможности по поддержке 7К в стресс-сценарии, и, при прочих равных, усилит мотивацию сделать дивидендную политику 7К более агрессивной.

По этим причинам мы ожидаем расширения спредов выпуска Седьмой континент-2 (8.67%) на сегодняшних новостях.



## УМПО (NR): разочаровывающие результаты по РСБУ за 9 месяцев 2007 г.

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: [Maria.Radchenko@mdmbank.com](mailto:Maria.Radchenko@mdmbank.com)

Уфимское моторостроительное предприятие по итогам 9 мес. 2007 г. показало достаточно резкое снижение рентабельности: показатель EBITDA margin у компании снизился до 7.5% по сравнению с 14.1% по итогам 1-го полугодия 2007 г.

Насколько мы понимаем, основными причинами такой динамики стали укрепление рубля к доллару, опережающий рост цен на металлы («общая боль» для всех российских экспортно-ориентированных машиностроительных компаний), а также отгрузка в отчетном периоде более низкомаржинальной продукции (газоперекачивающие агрегаты). В результате снижения рентабельности у УМПО резко ухудшились показатели покрытия долга (см. табл.).

В 4-м квартале 2007 г. компания должна осуществить поставки авиадвигателей в Китай. Соответственно, возможно определенное восстановление показателей рентабельности. Однако мы не ожидаем, что долговая нагрузка УМПО опустится ниже уровня 1-го полугодия 2007 г.

Основными факторами поддержки кредитного профиля УМПО остаются господдержка и стратегическая важность компании как ключевого поставщика двигателей для истребителей Су-30. Среди слабостей – высокая долговая нагрузка, сохраняющееся давление на рентабельность, а также недостаточная прозрачность (есть значимые дочерние компании, но нет отчетности по МСФО).

По нашим прогнозам, в краткосрочной перспективе разочаровывающие результаты будут демонстрировать все российские авиадвигателестроительные компании. В связи с этим мы не ожидаем сужения спредов облигаций таких эмитентов.

| Ключевые финансовые показатели          |          |          |                |                |
|-----------------------------------------|----------|----------|----------------|----------------|
| млн. руб.                               | 2005 г.  | 2006 г.  | 6 мес. 2007 г. | 9 мес. 2007 г. |
| Выручка                                 | 10 458.4 | 14 995.5 | 7 613.4        | 11'861.7       |
| Валовая прибыль                         | 3 230.7  | 3 736.6  | 1 150.6        | 1'408.4        |
| EBITDA                                  | 2 543.1  | 2 365.4  | 1'076.2        | 895.4          |
| Чистая прибыль                          | 1 025.3  | 1 486.0  | 1 526.0        | 1'376.6        |
| Финансовый долг                         | 4 193.2  | 8 672.2  | 11'316.9       | 11'981.5       |
| Собственный капитал                     | 10 727.0 | 12 036.9 | 13 470.9       | 13'268.5       |
| <b>Ключевые показатели</b>              |          |          |                |                |
| Рентабельность EBITDA (%)               | 24%      | 16%      | 14.1%          | 7.5%           |
| Рентабельность чистой прибыли (%)       | 10%      | 10%      | 20%            | 11.6%          |
| Финансовый долг/EBITDA годовая (x)      | 1.6      | 3.7      | 5.2            | 10.0           |
| Финансовый долг/Собственный капитал (x) | 0.4      | 0.7      | 0.8            | 0.9            |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

## Сибирьтелеком(NR/NR/B+): сильные результаты за 9 месяцев 2007 г.

**Аналитики:** Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: [Olga.Nikolaeva@mdmbank.com](mailto:Olga.Nikolaeva@mdmbank.com)

Сибирьтелеком третьим из МРК Связьинвеста отчитался по РСБУ за 9 месяцев 2007 г. Мы отмечаем, что компания сохраняет высокие темпы роста выручки (+ 17% к 9М 2006 г.) и удерживает операционную рентабельность на высоком уровне (EBITDA margin 37%). Объем долга и ключевые показатели долговой нагрузки Сибирьтелекома стабильны.

Наиболее интересными в сегменте «дочек» Связьинвеста мы по-прежнему считаем выпуски ЮТК, которые сохраняют потенциал сужения спредов к «основной» кривой доходности телекоммуникационного холдинга.

| Ключевые финансовые показатели ОАО «Сибирьтелеком», РСБУ |                 |                   |                    |                    |
|----------------------------------------------------------|-----------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Млн. руб.                                                | 2006 г.<br>РСБУ | 6М2007 г.<br>РСБУ | 6М 2007 г.<br>МСФО | 9М 2007 г.<br>РСБУ |
| Выручка                                                  | 23 085          | 12 866            | 17 002             | 19 431             |
| EBITDA (как OIBDA)                                       | 6 480           | 4 806             | 5 960              | 7 188              |
| Чистая прибыль                                           | 1 363           | 2 069             | 1 932              | 3 038              |
| Финансовый долг (по РСБУ – без лизинга)                  | 13 861          | 15 294            | 19 405             | 15 363             |
| Собственный капитал                                      | 12 101          | 13 843            | 19 037             | 14 812             |
| <b>Ключевые показатели</b>                               |                 |                   |                    |                    |
| Рентабельность EBITDA                                    | 28%             | 37%               | 35%                | 37%                |
| Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)                   | 2.1             | 1.6               | 1.6                | 1.6                |
| Финансовый долг/ Собственный капитал                     | 1.1             | 1.1               | 1.0                | 1.0                |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка;



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 |
| Денис Воднев    | Denis.Vodnev@mdmbank.com   |
| Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com |

|                |                             |
|----------------|-----------------------------|
| Максим Коровин | Maxim.Korovin@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**

|                   |                                |
|-------------------|--------------------------------|
| Андрей Гончаров   | Andrey.Goncharov@mdmbank.com   |
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com |
| Эндрю Муллиндер   | 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.

© 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, 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.