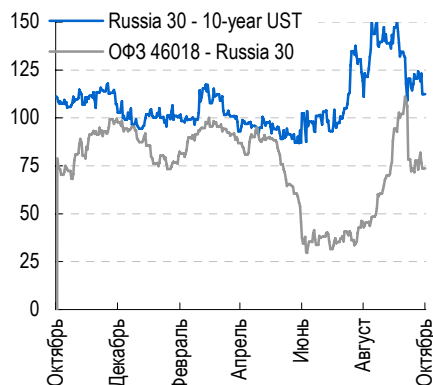


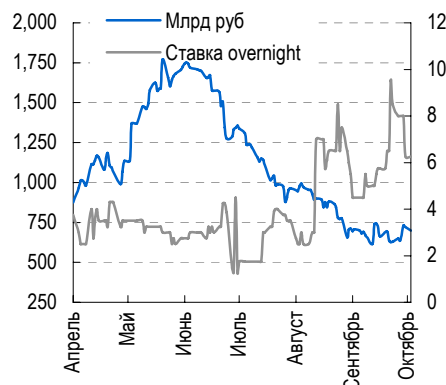
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 8 октября 2007 г.

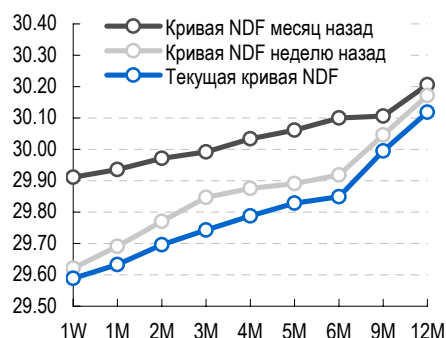
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

9 окт	Размещение руб. обл. ТКС Банк-1
10 окт	Размещение руб. обл. РСХБ-4
10 окт	Размещение руб. обл. ВТБ24-1
11 окт	Индекс цен на импорт в США
12 окт	Индекс цен на производителей в США
15 окт	Уплата ЕСН, страховых взносов
16 окт	Статистика по промышленности в США
17 окт	Аукцион ОФЗ 26199 (RUB 3 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** выросли на сильных **Payrolls**. Реакция в выпусках **Евраз** была излишне эмоциональной. В казахстанском сегменте появилась поддержка (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Вялые торги в пятницу. Много хороших новостей: **Ломбардный** список, инфляция и продажи валюты в **ЦБ**, успешное прохождение оферт в **3-м эшелоне** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Мечел** приобретает якутские угольные активы за 2.3 млрд. долл. (стр. 3).
- X5 Retail Group (B1/BB-)** планирует привлечь кредит на USD1.5 млрд. на рефинансирование и корпоративные цели. Наш комментарий (стр. 3).
- Вкратце: Инфляция в России в сентябре составила 0.8% против 0.1% в сентябре 2006 г.** (Источник: Росстат). Таким образом, накопленная инфляция за 9 месяцев 2007 г. составила 7.5%. Публикация этих данных по ИПЦ в пятницу привела к усилению ожиданий укрепления рубля, продажам валюты и снижению ставок коротких NDF (implied yield) на 50-100бп. Все это оказывает поддержку рынку рублевых облигаций.
- Вкратце: Евраз (Ba3/BB-/BB)** показал хорошие результаты по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. Выручка за период достигла 6 млрд. долл. (+57.5%), показатель EBITDA превысил 2 млрд. долл. (+87%). Такой рост операционной прибыли позволил сохранить соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» на умеренно-консервативном уровне (1.2x), несмотря на совершенные в отчетном периоде крупные покупки (Oregon Steel, ЮКУ) на общую сумму более 3 млрд. долл. Более важным для долгового рынка, на наш взгляд, стало заявление менеджмента до конца 2007 г. завершить консолидацию Распадской. Спрэд RASPAD 12 к кривой Евраз все еще составляет около 65бп. Пятничная реакция инвесторов на сообщение о возможном размещении Евразом еврооблигаций для рефинансирования, по нашему мнению, была чрезмерной. (о реакции см. стр. 2). Мы полагаем, что Евраз не будет размещать облигации «любой ценой» и в случае сохранения слабой конъюнктуры предпочтет привлечь кредит.
- Вкратце: Норильский Никель (Baa2/BBB-/BBB-)** отчитался по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. Компания по-прежнему сохраняет очень высокую операционную рентабельность и отрицательный чистый долг. В текущей конъюнктуре выпуск еврооблигаций GMKNRU 08 (6.16%) является хорошей «защитной бумагой» для консервативных инвесторов.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.64	+0.13	+0.17	-0.06
EMBI+ Spread, бп	194	-7	-39	+25
EMBI+ Russia Spread, бп	119	-7	-24	+23
Russia 30 Yield, %	5.76	+0.02	-0.14	+0.11
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	-0.01	-0.17	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	526.8	+1.0	+99.4	-139.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	171.9	-22.9	-108.3	+57.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-57.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.5	-0.46	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	0	-0.25	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	78.9	-0.1	+3.8	+18.2
Индекс РТС	2115	+25	+217	+205

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Пятничная статистика по **Payrolls** (число новых рабочих мест в США) оказалась достаточно позитивной. Инвесторов впечатлила не столько цифра за сентябрь (110,000), сколько пересмотренные данные за август (89,000 против «минус 4,000»). Такая статистика спровоцировала рост доходностей **US Treasuries** вдоль всей кривой на 10-13бп (UST10 4.64%). На этой неделе в США публикуются несколько ценовых индексов и статистика по розничным продажам. А сегодня нас ожидает стенограмма последнего заседания ФРС.

Спрэд **EMBI+** в пятницу технически сузился на 7 бп. до 194бп, так как традиционно не все бумаги «успели» за продажами в US Treasuries. Сегодня мы ожидаем снижения котировок в большинстве бумаг сектора развивающихся рынков и расширения EMBI+ до привычных 200 бп. Спрэд **RUSSIA 30** (YTM 5.76%) сегодня утром составляет около 115бп (-7бп).

В корпоративном сегменте котировки наиболее ликвидных выпусков снизились вслед за US Treasuries. Сильнее всего пострадал выпуск **EVRAZ 15** (YTM 8.31%) – на слухах о возможном новом размещении он потерял почти 1пп. Насколько мы понимаем, рынок несколько неверно интерпретировал сообщения информагентств. В ходе телеконференции по результатам за 1-е полугодие представитель Евраза лишь сказал, что компания рассматривает еврооблигации как один из способов рефинансирования своей задолженности. Рынок же отреагировал так, как будто компания уже завтра начинает роад-шоу нового выпуска. У нас складывается впечатление, что Евраз не будет размещаться любой ценой, и, как большинство других российских корпораций, пока предпочтет рынок синдицированных кредитов.

В **казахстанских банковских бондах** в пятницу появилась некоторая поддержка. Мы связываем это с заявлением **Нацбанка Казахстана** о том, что он «располагает необходимыми средствами и ресурсами, а также готов к принятию всех необходимых мер для поддержания финансовой стабильности казахстанской банковской системы».

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Торговая активность в пятницу была довольно низкой. В секции госбумаг оборот составил лишь около 500 млн. рублей, причем львиная доля пришлась на 3 выпуска – **ОФЗ 46018** (YTM 6.50%), **ОФЗ 46020** (YTM 6.88%) и **ОФЗ 25061** (YTM 6.33%), которые подросли в цене примерно на 5-10бп. В 1-м эшелоне прошли небольшие продажи (**Газпром**, **АИЖК**). В этом сегменте по-прежнему выбивается из своей кривой выпуск **РЖД-5** (YTM 7.20%; ОФЗ+120бп). Во 2-м эшелоне в пятницу вновь ощущалось давление в облигациях **Русского стандарта** и **ХКФБ**.

Такие вялые торги проходили на фоне ряда позитивных новостей. Во-первых, несколько прояснилась ситуация с расширением Ломбардного списка: ЦБ добавил в него 63 новых выпуска, что увеличило объем принимаемых в залог облигаций на 150 млрд. рублей (Источник: Коммерсантъ). В нашем комментарии от 6 сентября мы давали похожие оценки. На наш взгляд, круг эмитентов, удовлетворяющих новым требованиям, выглядит примерно так:

- о **Корпорации**: ВБД, ЮТК, Х5, ОГК-5, ЛСР, Лебедянский, ТМК, УРСИ, ВолгаТелеком, СЗТ, Сибирьтелеком, ЦентрТелеком, МГТС, Иркут;
- о **Банки**: Возрождение, Зенит, Ренессанс Капитал, Банк Санкт-Петербург, Союз, Петрокоммерц, Центр-Инвест, НОМОС, Промсвязьбанк, Славинвестбанк, МКБ, УРСА, ХКФБ;
- о **Региональные и муниципальные администрации**: Волгоградская обл., Иркутская обл., Якутия, Уфа, Липецкая обл., Ленинградская обл., Карелия, Нижегородская обл., Новосибирск, Новосибирская обл.

Правда, пока все бюрократические процедуры еще не завершены: необходимо завести новые выпуски в госсекцию на бирже, установить дисконты. Но все же мы полагаем, что в бумагах из нового списка уже на этой неделе появится определенная поддержка.

Второй интересной и тоже позитивной для рублевых облигаций новостью стала неожиданно высокая инфляция в сентябре, и связанные с этим продажи валюты в ЦБ (2.8 млрд. долл. – оценка наших валютных дилеров), а также снижение ставок NDF. Мы ожидаем, что сегодня участники рынка «переварят» эту информацию, и, возможно, приступят к более активным действиям.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ, КУПОНЫ И ПРОШЕДШИЕ ОФЕРТЫ

Сразу три компании в пятницу успешно исполнили свои обязательства по офортам (**Банк Союз-2, СМАРТС-3, СНХЗ-1**). Самым «знаковым», на наш взгляд, стало исполнение оферты сотовым оператором СМАРТС, который исторически воспринимался рынком как рискованный заемщик. На наш взгляд, на этом фоне возможен рост аппетита инвесторов к высокодоходным облигациям (см. также наш комментарий с рекомендациями от 3 октября).

В пятницу стали известны новые купоны по облигациям **АЦБК-3** (УТР 13.29%) и **Рубин-1** (УТР 20.96%). В обоих случаях установлена новая полугодовая оферта, а процентная ставка, соответственно, 12% и 13.75% (ранее 9.95% и 12.15%). Практика последних недель показывает, что подобные действия не «спасают» эмитентов и основная часть выпуска предъявляется к выкупу.

Мечел (NR) приобретает якутские угольные активы за 2.3 млрд. долл.

Аналитики: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Мечел был объявлен победителем пятничного аукциона по приватизации якутских угольных компаний Эльгауголь (69%) и Якутуголь (75%), предложив за них 2.3 млрд. долл. Для покупки металлургическая компания привлекает пятилетний предэкспортный кредит на 2 млрд. долл. В ближайшие 7-10 лет Мечел намерен вложить в якутский проект 3 млрд. долл., т.е. по 400-500 млн. долл. ежегодно (Источник: Reuters).

Напомним, что по итогам 1-го полугодия 2007 г. чистый долг Мечела был близок к нулю, а показатель EBITDA превысил 800 млн. долл. В случае, если компания сможет удержать показатели операционной прибыли на этом уровне, то даже после покупки якутских углей и роста объема капвложений соотношение «Чистый долг/EBITDA» у Мечела, вероятно, останется в пределах 2.0х.

В связи с этим мы не считаем данную новость поводом для существенного расширения спредов в долговых инструментах компании. Это в любом случае маловероятно в связи с низкой ликвидностью единственного выпуска облигаций Мечела (8.00%) и его присутствием в биржевом списке A1.

X5 Retail Group (B1/BV-) привлекает кредит на 1.5 млрд. долл.

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

Как сообщил Интерфакс, привлеченные средства будут направлены преимущественно на рефинансирование кредитного портфеля, а также корпоративные цели.

Насколько мы понимаем, основная часть нового займа пойдет на погашение привлеченного летом бридж-кредита. Тот, в свою очередь привлекался для погашения привлеченной в 2006 г. синдикации с предположительно неудобными ковенантами, и выплачивать бридж X5, вероятно, собиралась из средств от доэмиссии.

Однако, как стало известно несколько дней назад, компания перенесла SPO на следующий год. Как бы то ни было, даже если за счет нового привлечения X5 погасит все остальные кредиты, долг компании вряд ли окажется меньше 1.9-2.0 млрд. (новый кредит плюс облигации на 9 млрд. руб.). Таким образом, соотношение «Долг/EBITDA» по итогам 2007 г. вновь вырастет до 4х, что вряд ли обрадует держателей облигаций и рейтинговые агентства.

Возможно, у X5 останется какая-то ликвидность (в зависимости от инвестиционной активности), т.е. в терминах «Чистый долг/EBITDA» ситуация с долговой нагрузкой будет выглядеть более благополучно.

Мы полагаем, что новости о кредите либо не повлияют на котировки выпуска рублевых облигаций X5, либо приведут к небольшому расширению спреда.

Ключевые финансовые показатели группы «X5», МСФО				
USD млн.	1П2006	2006	1П2007	2007 Прогноз МДМ-Банка
Выручка	899	2 803	2 348	5300
EBITDA	72	247	212	480
Чистая прибыль	19	84	41	-
Долг (с учетом финансовой аренды)	823	1 172	1 474	2000
Собственный капитал	1 315	2 202	2 510	-
Активы	4 155	5 092	5 495	-
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	8%	8.8%	9%	9%
Долг/ EBITDA annualized (x)	5.7	4.7	3.5	4.2
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	5.4	4.1	2.7	?
EBITDA/проценты	5.1	4.0	4.1	-
Долг/Собственный капитал (x)	0.62	0.53	0.59	-

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.