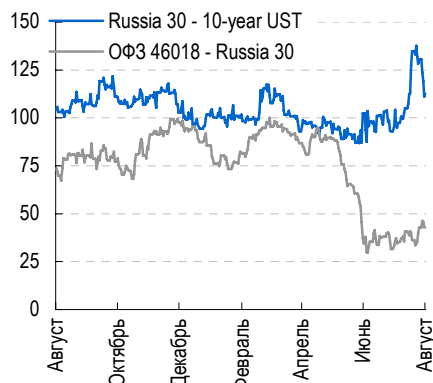


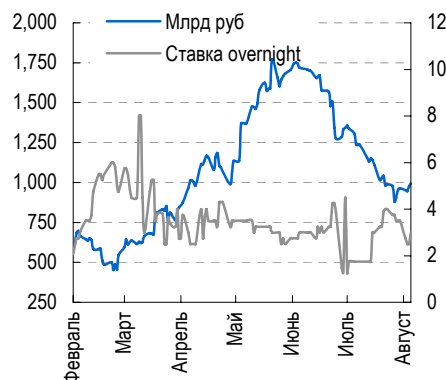
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 9 августа 2007 г.

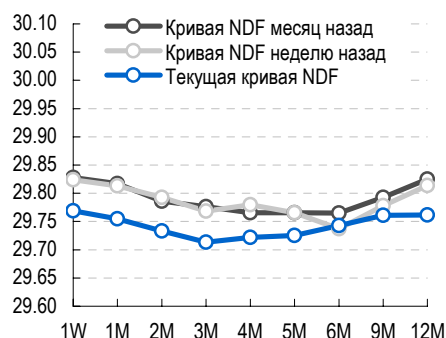
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

9 авг	Размещение руб.обл. Мираторг-1
10 авг	Размещение руб.обл. Евростиль-1
10 авг	Индекс цен на импорт в США
14 авг	Размещение руб.обл. ТрансТехСервис-1
14 авг	Индекс цен производителей в США
15 авг	Размещение руб.обл. Трансфин-М-2
15 авг	Уплата ЕСН, страховых взносов
15 авг	Аукцион ОФЗ 46021

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** продолжают рост, спрэды **России** и прочих **ЕМ** сужаются. Новый **GAZPRU 37** разместился с премией. Его котировки уже сильно выросли (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Новые идеи «relative value» - **ЛУКОЙЛ-3**, **ГидроОГК**, **ФСК-3** и **ФСК-5**, **ЮТК-4**. ЦБ сегодня утром укрепил рубль. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ДИКСИ (NR)** может объединиться с **X5 (B1/BB-)** или **Магнитом (NR)**? (стр.4)
- Gallery Group (Саа1/B-)** привлекла акционерный капитал и дорогой субординированный **PIK**-кредит на общую сумму в **USD150 млн.** (стр. 4).
- Вкратце: Highland Gold (NR)** продала неработающий **Дарасунский рудник за USD25 млн.** Сделка должна привести к умеренному улучшению показателей долговой нагрузки Highland. Ключевые риски компании – проблемы с Росприроднадзором и слабое финансовое положение. Возможный источник поддержки – крупнейший акционер **Barrick Gold (A-)**. Мы нейтрально относимся к выпуску облигаций Highland на текущих уровнях (13.8%).
- Вкратце: В отношении менеджеров Евросети (NR)** и некоторых других розничных сетей, занимающихся розничной торговлей телефонами, проведены следственные действия. (Источник: Ведомости). Подобный «шум» затрудняет для соответствующих компаний сделки на рынках капитала и увеличивает риски рефинансирования. В облигациях **ТД Евросеть (10.4%)** вероятны продажи.
- Вкратце: Все акции компании Русснефть (NR)** арестованы (Источник: Рейтер). На наш взгляд, арест ставит под сомнение возможность сделки по продаже нефтяной компании группе **Базовый Элемент**. В связи с этим вероятен очередной виток волатильности в облигациях **Русснефти (94.0; 14.8%)**.
- Вкратце: Башкирская сеть Матрица (NR)** опубликовала неаудированную отчетность по **МСФО** за 1-е полугодие 2007 г. Компания демонстрирует быстрые темпы роста (48%), высокую рентабельность (**EBITDA margin 9.1%**) и снижение долговой нагрузки (**Долг/EBITDA 3.2x** против **5.7x** в конце 2006 г.). Насколько мы понимаем, значительная часть выпуска облигаций Матрицы была недавно предъявлена к оферте. Оставшиеся в обращении облигации торгуются с привлекательной для данного риска доходностью (12.7%).
- Вкратце: АК АЛРОСА (Ba2/BB-)** близка к покупке **22% акций Полюс Золото** (Источник: Ведомости). Стоимость сделки может достичь **USD2.5 млрд.** В случае, если сделка состоится, вероятен рост долговой нагрузки АК АЛРОСА.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.88	+0.11	-0.26	+0.18
EMBI+ Spread, бп	194	-18	+33	+25
EMBI+ Russia Spread, бп	113	-9	+21	+17
Russia 30 Yield, %	5.99	+0.03	-0.11	+0.34
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.01	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	483.2	-1.6	+15.5	-182.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	509.6	+19.1	-259.6	+394.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	1.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.17	-0.41	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.76	-0.07	-0.13	+0.08
Нефть (брент), USD/барр.	71.0	-0.8	-4.8	+10.3
Индекс РТС	1987	+35	-13	+77

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

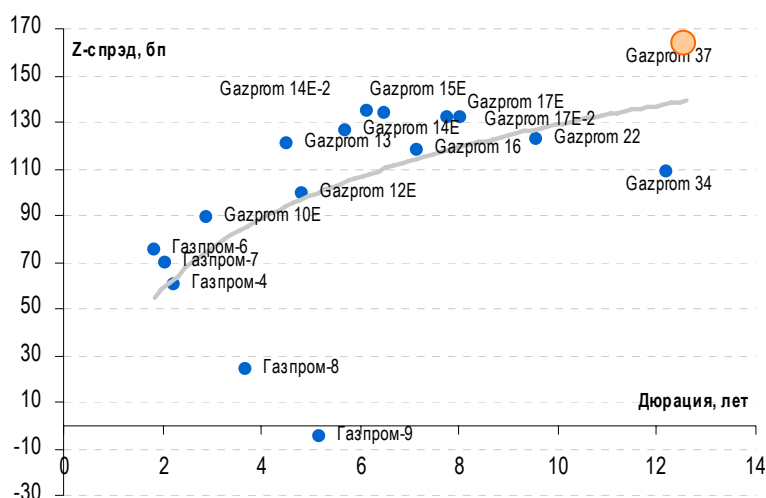
Доходность **10-летних UST** вчера продолжила рост 4.88% (+116п). Этому способствовали такие факторы как ралли в американских акциях, свидетельствующее о неплохом самочувствии корпоративного сектора США, сильная статистика по складским запасам и новым заявкам на ипотечные кредиты, а также умеренно-слабые результаты аукциона по **10-летним UST**.

На этом фоне в долговом секторе **Emerging Markets** резко вырос интерес инвесторов к покупке – **спрэд EMBI+** за день сократился на 186п до 1946п. Выпуск **BRAZIL 40** (YTM 8.23%) вырос в цене почти на 1/2. Еще больший рост котировок показали волатильные облигации Аргентины и Эквадора.

Российский суверенный выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.99%) продолжает сокращать **спрэд** к UST. Сейчас он находится на уровне 111-113 пунктов. В корпоративном сегменте тоже появляется спрос: выпуски **EUCHEM 12** (YTM 8.31%), **TMENRU 17** (YTM 7.40%), **VIP 16** (YTM 7.84%) и **IRKUT 09** (YTM 7.64%) прибавили в цене по 1/4 - 3/8. После продолжительного падения появилась поддержка в казахстанских облигациях.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Газпром (A3/BBB/BBB-) все же завершил размещение 30-летних еврооблигаций. Выпуск был размещен со **спрэдом** к UST на уровне 2256п (купон 7.288%). По нашим оценкам, эти уровни предполагают премию в 25-306п к кривой доходности Газпрома. На наш взгляд, выпуск весьма интересен. В ходе первых сделок сегодня утром его котировки уже выросли до 101.65, а доходность снизилась на 136п.



Рынок рублевых облигаций

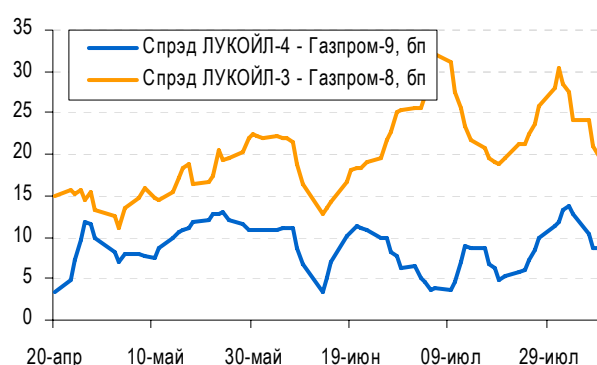
Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

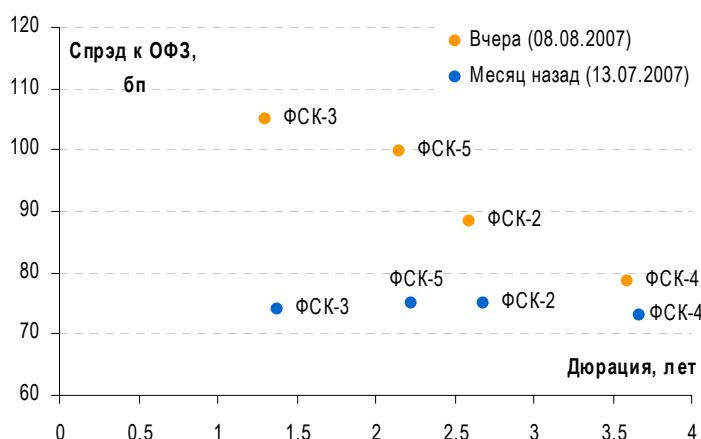
Изменения цен на рублевом долговом рынке вчера были незначительны при средней активности торгов. Котировки длинных выпусков ОФЗ выросли примерно на 5-10бп, чему способствовали как внешние факторы (сужение **спрэда RUSSIA 30** к **UST**), так и невысокие процентные ставки на денежном рынке.

В первом эшелоне также ничего примечательного вчера не произошло. Мы бы хотели обратить внимание на несколько, с нашей точки зрения, интересных «relative value» возможностей в этом сегменте. Во-первых, нам нравится выпуск **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 6.71%) – его **спрэд** к кривой Газпрома сейчас примерно на 10-156п шире, чем у облигаций **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 6.83%). При этом, в отличие от ситуации месячной давности, **спрэд** к кривой ОФЗ выпусков **Газпром-8** (YTM 6.51%) и **Газпром-9** (YTM 6.74%) сейчас одинаков (около 506п).

Кроме того, привлекательно выглядят облигации **ГидроОГК-1** (УТМ 6.97%) – спрэд к кривой ФСК сейчас несколько меньше рекордных значений, но все равно, на наш взгляд, очень широк (около 18бп). Мы ожидаем его сужения до 5-10бп.



Среди облигаций ФСК нам нравятся **3-й** (УТМ 6.37%) и **5-й** (УТМ 6.69%) выпуски. Их спрэд к ОФЗ сейчас составляет около 100бп, в то время как облигации **ФСК-4** (УТМ 6.79%) торгуются со спрэдом на уровне 80бп. Напомним, что еще совсем недавно кривая ФСК была «ровной»:



В втором-третьем эшелоне вчера проходили неагрессивные избирательные покупки. В частности, спросом пользовались облигации **УМПО-2** (+9бп; УТР 8.23%) и **Монетка-1** (+14бп; УТР 9.11%). Котировки вышедшего на вторичные торги выпуска **Х5-Финанс-1** (УТР 7.76%) опустились ниже номинала (99.95). Пользовались спросом облигации **ЮТК-5** (УТМ 7.64%). Кстати, спрэд к ОФЗ в более коротком **ЮТК-4** (УТМ 7.39%) сейчас примерно на 10бп шире, чем в 5-м выпуске.

Сегодня утром корзина ЦБ стоит 29.64 рубля, таким образом, похоже, регулятор позволил укрепиться рублю примерно на 20 коп. (или 0.67%) к корзине валют. Учитывая возросшее за последние 2 месяца инфляционное давление, такой шаг ЦБ не является чем-то неожиданным. Возможно, укрепление рубля спровоцирует покупки рублевых облигаций. На наш взгляд, поводов для покупок на такой новости не больше, чем поводов для продаж – ведь часть спекулятивных инвесторов может фиксировать прибыль и выходить из рублевых активов сразу после укрепления.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ходе вчерашнего доразмещения выпуска **ОФЗ 25061** средневзвешенная доходность сложилась на уровне 5.93%. Таким образом, Минфин пошел на предоставление премии в размере 2бп ко вторичному рынку. Спрос превысил предложение в 2.5 раза, но из-за небольшого объема выпуска (3.55 млрд. рублей) какого-либо существенного влияния на вторичный рынок это не оказало.

ДИКСИ (NR) может объединиться с X5 (B1/BВ-) или Магнитом (NR)?

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

Газета Коммерсантъ сегодня сообщает о том, что с целью выхода из затруднительного финансового розничная сеть ДИКСИ ведет переговоры об объединении с компаниями X5 Retail Group и Магнит через обмен акциями.

Во-первых, мы хотели бы обратить внимание инвесторов на то, что финансовое положение ДИКСИ на сегодняшний момент вряд ли можно назвать «затруднительным». После успешно проведенного IPO весной этого года и привлечения более USD130 млн. в акционерный капитал показатели устойчивости и долговой нагрузки ДИКСИ существенно улучшились. По нашим оценкам, соотношение «Долг/EBITDA годовая» к середине 2007 г. опустилось ниже 3.0х (5.7х по итогам 2006 г.), а соотношение «Долг/Собственный капитал» – менее 1.0х (почти 4.0х по итогам 2006 г.). По этим показателям ДИКСИ встает в один ряд с сильнейшими представителями российской продуктовой розницы. Подробнее об этом мы планируем порассуждать в специальном обзоре.

Во-вторых, насколько мы поняли из сегодняшней беседы с представителем ДИКСИ, обсуждение возможностей обмена акциями с X5 или Магнитом действительно имело место, но это разговоры носили достаточно общий и «предварительный» характер. По нашим ощущениям, вероятность подобной сделки составляет сейчас менее 50%. В случае материализации сделки, очевидно, подразумевала бы кредитный upside для ДИКСИ.

Облигации ДИКСИ-Финанс-1 (10.47%; 97.15) остаются одними из наших фаворитов на рынке рублевых облигаций. Наша точка зрения связана в первую очередь со значительным укреплением компанией собственного кредитного профиля после IPO и не учитывает возможные M&A сделки с более сильными компаниями.

Gallery Group (Саа1/В-) разместила допэмиссию акций и привлекла РИК-кредит

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

Оператор наружной рекламы Gallery Group вчера озвучила детали сделки по привлечению так называемого РИК-кредита (payment in kind) на сумму USD100 млн. Впервые сообщение об этой сделке появилось неделю назад (мы были «на каникулах»). Тогда же стало известно, что Gallery продала допэмиссию акций на USD50 млн. фонду Morgan Stanley Principal Investments.

РИК-кредит – новой для российского рынка инструмент финансирования. Насколько мы понимаем, в данном случае это субординированный по отношению к еврооблигациям GALCAP 13 заем, процентные платежи по которому могут выплачиваться новыми кредитными обязательствами. Сам кредит может быть досрочно погашен в случае IPO компании. Пакет ковенант этого долгового инструмента в целом совпадает с ковенантами еврооблигаций Gallery.

Нас несколько смущает высокая стоимость кредита – Libor+1100бп, т.е. выше 16%! Кредит размещен ниже номинала (по 98%) и предусматривает возможность повышения ставки, начиная с определенного периода.

В целом же данные сделки (USD50 млн. акционерного капитала и USD100 млн. кредита) увеличивают финансовую устойчивость Gallery и ее способность платить по «старшим» (senior) долговым обязательствам, в т.ч. еврооблигациям GALCAP 13 (доходность около 10%).



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный
департамент
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления 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 и кредитного риска

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

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.