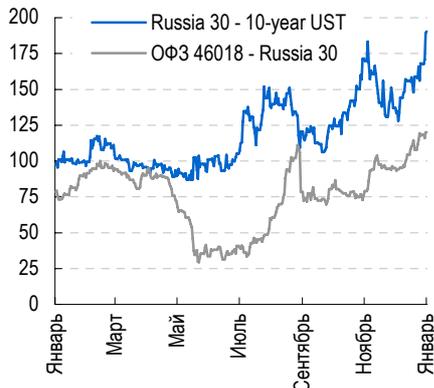


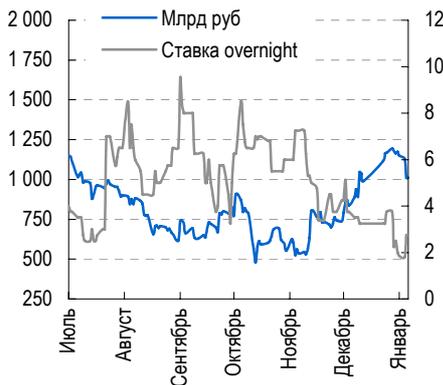
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 23 января 2008 г.

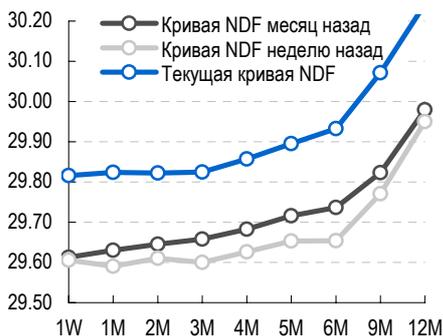
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

23 янв	Аукцион по ОФЗ-46022 (9 млрд. руб.)
23 янв	Аукцион по ОФЗ-26200 (8 млрд. руб.)
23 янв	Аукцион по ОФЗ-46021 (8 млрд. руб.)
24 янв	Статистика по вторичному рынку жилья США
25 янв	Уплата акцизов, НДС
28 янв	Статистика по первичному рынку жилья США
28 янв	Уплата налога на прибыль
29 янв	Статистика по товарам длительного пользования

### Рынок еврооблигаций

- ФРС экстренно **снизила ставку на 75 бп**. Поможет ли это рынку? Спрэды по облигациям **ЕМ** стремительно расширяются. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Снижение котировок рублевых облигаций набирает обороты. Сегодня Минфин проведет размещение 3-х выпусков **ОФЗ** на 25 млрд. руб. Обращаем внимание на фьючерсы по ОФЗ. (стр.3)

### Новости, комментарии и идеи

- **Вкратце: Розничная сеть X5 (В1/ВВ-) увеличила выручку в 2007 г. на 53% до 5.3 млрд. долл.** Кроме того, компания заявила, что в 2008 г. ее капзатраты составят 1.2-1.4 млрд. долл. (Источник: Интерфакс). Мы воспринимаем инвестиционные аппетиты X5 как весьма агрессивные. По нашим оценкам, в 2008 г. из собственных средств компания будет способна профинансировать инвестиции в объеме не более, чем 600 млн. долл. Мы прогнозируем, что показатель EBITDA у X5 в 2008 г. достигнет 650-700 млн. долл., а чистый долг возрастет до 2.5 млрд. долл., т.о. соотношение «Долг/ЕБИТДА» останется близким к 4х. В случае, если X5 воспользуется опционом на покупку Карусели и при этом не проведет допэмиссию акций, долговая нагрузка будет еще выше. Мы пока не видим потенциала сужения спрэдов в выпуске облигаций X5 (8.9%).
- **Вкратце: Розничная сеть ДИКСИ (NR) увеличила выручку в 2007 г. на 44% до 1.43 млрд. долл.** По нашим оценкам, соотношение «Долг/ЕБИТДА» у ДИКСИ по итогам года составило чуть менее 3х. Мы надеемся, что компания останется верна своим обещаниям и продолжит проводить умеренную инвестиционную политику, сохраняя долговую нагрузку в пределах 3х. Однако не исключено, что в связи со сменой в конце 2007 г. контролирующего акционера (им стала группа Меркурий) стратегия ДИКСИ претерпит какие-то изменения. На наш взгляд, облигации ДИКСИ (12.4%) выглядят интереснее выпусков других сильных продуктовых розничных сетей (X5, Магнит, 7К).
- **Вкратце: ЕБРР предоставит кредит сети Монетка (NR) в объеме до 60 млн. долл.** (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, получение такого кредита будет способствовать снижению рисков рефинансирования Монетки. Облигации сети торгуются с доходностью 13.5-14.5%.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.44	-0.19	-0.73	-0.59
EMBI+ Spread, бп	290	+18	+58	+51
EMBI+ Russia Spread, бп	189	+19	+46	+42
Russia 30 Yield, %	5.33	-0.01	-0.21	-0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	+0.03	+0.04	+0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	589.8	+78.0	-158.3	-298.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	422.2	-76.1	+283.0	+307.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	126.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.46	+0.96	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.82	+0.14	+0.21	+0.18
Нефть (брент), USD/барр.	88.5	+1.0	-4.0	-5.4
Индекс РТС	1968	-32	-328	-323

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Главным событием вчерашнего дня, несомненно, стало экстренное **снижение ключевой ставки ФРС** на 75 бп. до уровня 3.50%. Насколько мы понимаем, пойти на такой решительный шаг **ФРС** вынудила паника, воцарившаяся на мировых фондовых рынках. Любопытно, что слухи о резком «внеочередном» снижении ставки поползли вчера с самого утра.

Решение **ФРС** несколько успокоило рынки акций. Ключевые индексы хоть и завершили день «в минусе», но, тем не менее, отскочили от своих минимальных значений. В то же время, реакция на рынке облигаций была очень краткосрочной: доходности **US Treasuries** лишь на несколько часов скорректировались вверх, вернувшись к концу дня к новым историческим минимумам. Так, **2-летние ноты** завершили день у отметки в 2.00% (-35бп), а **10-летние UST** опустилась до 3.43% (-20 бп.).

В сегменте **Emerging Markets** вчера преобладали продажи, наиболее ликвидные суверенные бенчмарки потеряли до 1 пп., а спрэд EMBI+ расширился на 18 бп до 290 бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.33%) расширил спрэд до максимального значения за последние 32 месяца – 190бп. В корпоративном сегменте серьезных изменений не произошло: в 1-м эшелоне котировки снижаются, но нет реальных продаж. Как это ни удивительно, в коротких и среднесрочных выпусках 2-го эшелона все еще сохраняется спрос.

Главный вопрос, волнующий участников рынка – что изменит снижение ставки? Мы придерживаемся довольно пессимистичного мнения на этот счет. Вряд ли улучшение ситуации на мировых рынках будет долгосрочным: уже сейчас из котировок фьючерсов следует **80%-я вероятность снижения ставки еще на 50 бп.** на ближайшем заседании ФРС 30 января! На наш взгляд, это не самый невероятный шаг – вчерашние действия регулятора лишь показали, что экономическая ситуация в США очень серьезна и заслуживает особого внимания ФРС (и, соответственно, экстренных действий). Поэтому мы не ожидаем быстрого восстановления интереса инвесторов к сегменту Emerging Markets и российскому долговому рынку в частности. Мы не исключаем, что, перед тем, как сузиться, российский спрэд еще успеет установить новые локальные максимумы.

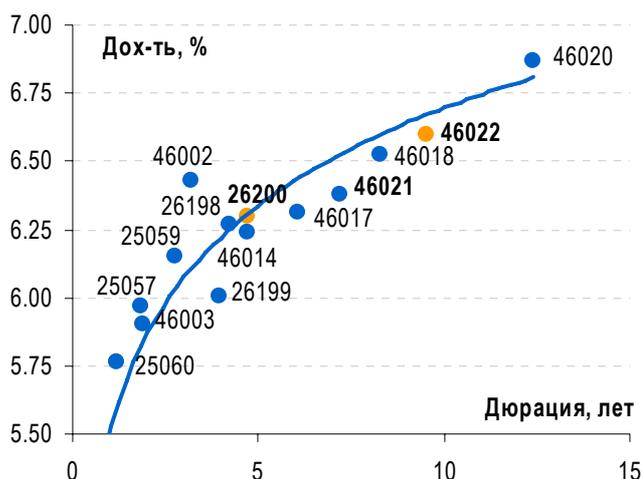
## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

Рублевые облигации вчера продолжили вялое снижение в рамках общей тенденции «бегства от рисков». Судя по тому, что курс бивалютной корзины по-прежнему держится на 12-15 копеек выше бида ЦБ, активное участие в продаже облигаций принимают нерезиденты. Котировки выпусков **1-го эшелона** вчера снизились в цене на 25-40бп. Единственным исключением в этом сегменте стал выпуск **МосОбласть-7** (YTM 7.15%, +10бп).

Еще более активно снижались котировки длинных **ОФЗ** – вчера они потеряли 30-60бп. Здесь продажи подстегивались ожиданиями о грядущих аукционах по размещению госбумаг на 25 млрд. рублей. Напомним, что сегодня **Минфин** проведет размещение 2-х абсолютно новых выпусков, **ОФЗ 26200** (8 млрд. рублей) и **ОФЗ 46022** (9 млрд. рублей), а также доразмещение **ОФЗ 46021** (8 млрд. рублей).

По нашим расчетам, дюрация **ОФЗ 26200** и **ОФЗ 46022** составит, соответственно, 4.7 и 9.5 лет. Таким образом, ориентирами для них станут выпуски **ОФЗ 46014** (YTM 6.24%) и **ОФЗ 46018** (YTM 6.52%), как наиболее близкие по дюрации:



Мы предполагаем, что в текущих рыночных условиях **Минфин** будет вынужден пойти на предоставление значительной премии ко вторичному рынку, чтобы разместить хоть какой-то объем. Исходя из текущих котировок, справедливую доходность **ОФЗ 26200** мы оцениваем на уровне 6.30% (99.70% от номинала по цене), **ОФЗ 46022** – 6.60% (цена 99п.п.). В случае с **ОФЗ 46021** инвесторы, скорее всего, также потребуют премию по доходности в размере не менее 5бп.

Остатки средств банков в ЦБ по-прежнему составляют около 1 трлн. рублей, а ставки overnight держатся на уровне 2.5-3.0%. Однако, похоже, долговой рынок сейчас игнорирует эти факторы. Мы полагаем, что по меньшей мере в ближайшие 3-4 недели ставки денежного рынка будут оставаться низкими. «Реализовать» эту точку зрения помогают **фьючерсы на ОФЗ**. На наш взгляд, сейчас может быть интересна стратегия, заключающаяся в продаже фьючерсного контракта на ОФЗ и одновременной покупке базового актива с его последующим рефинансированием на рынке. Напомним, что доходность такой операции определяется IRR (**Implied Repo Rate**, более подробно см. наше исследование от 26.11.2007, а также ежедневные расчеты IRR в «Портрете рынка»).



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.