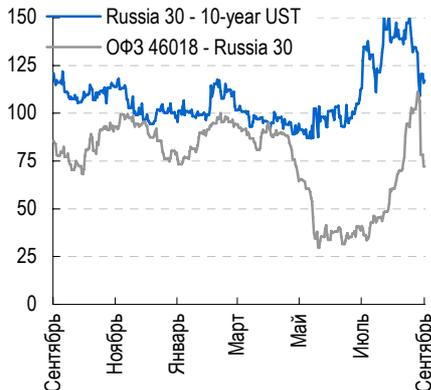


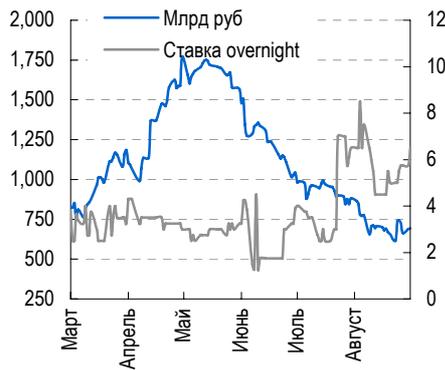
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 25 сентября 2007 г.

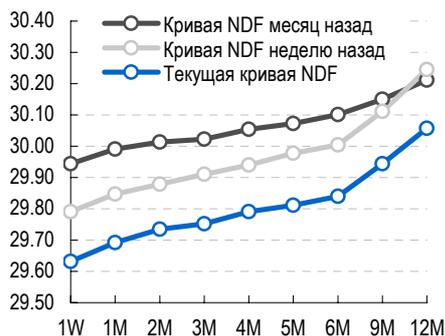
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

25 сен	Уплата акцизов, НДС
25 сен	Размещение руб. обл. Ситроникс-1
25 сен	Индекс доверия потребителей в США
25 сен	Статистика по вторичному рынку жилья
27 сен	Инфляционный индекс PCE за 2 кв. в США
27 сен	Статистика по первичному рынку жилья
28 сен	Уплата налога на прибыль
28 сен	Инфляционный индекс PCE за август в США

### Рынок еврооблигаций

- Скучный день – активность была низкой, доходность **UST** почти не изменилась. Сегодня в США – статистика по рынку жилья (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Снова ралли в длинных **ОФЗ**, на этот раз подключился и 1-й эшелон. Рубль «коснулся беда» ЦБ, но продажа валюты пока нет (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- **X5 Retail Group (B1/BB-)** отчиталась за 1-е полугодие 2007 г. по МСФО, и сообщила о переносе допэмиссии акций с 2007 г. на 2008 г. Неделю назад X5 уже сообщала предварительные результаты за полугодие, не раскрывая при этом долговую нагрузку (см. наш комментарий от 18 сентября). Оказалось, что соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» на 30 июня у компании составляло 3.5x, а «Чистый долг/ЕБИТДА годовая» – 2.7x. Это в целом соответствует нашим ожиданиям. Более важной оказалась новость о переносе SPO, которую мы воспринимаем как умеренно-негативную для кредиторов компании. Инвесторы и рейтинговые агентства ждали от SPO укрепления баланса и снижения долговой нагрузки X5. Видимо, придется подождать до 2008 г. Мы надеемся, что до SPO компания не будет исполнять опцион по покупке сети гипермаркетов Карусель (стоимость около USD1 млрд., опцион действует еще 1 год). В противном случае, под угрозой окажутся кредитные рейтинги X5. К облигациям X5 (8.5%) на текущих уровнях мы относимся нейтрально. Они вскоре с высокой вероятностью попадут в расширенный список репо ЦБ.
- **Золотодобывающая компания Highland Gold (NR)** отчиталась за 1-е полугодие 2007 г. по МСФО. Операционный денежный поток Highland по-прежнему слаб (ЕБИТДА за 6 мес. около USD8.2 млн.), а долговая нагрузка остается высокой («Долг/ЕБИТДА» ≈ 7x). Кроме того, все еще сохраняется риск отзыва лицензии на разработку одного из месторождений компании (Майское). Однако мы считаем, что риски рефинансирования в отношении облигаций Highland (13.8%), погашаемых в феврале 2008 г., достаточно низки. Во-первых, компания недавно получила новые долгосрочные кредиты и линии в российских банках на USD135 млн. Кроме того, поддержку кредитному профилю Highland оказывают такие факторы, как сильный акционер (Barrick Gold, Baa1/A-) и высокие цены на золото.
- **Вкратце: НМТП (Ba1/BB+)** прошел листинг в РТС в рамках подготовки к IPO (Источник: RBCDaily). Похоже, что речь будет идти о продаже акций нынешних акционеров, а без допэмиссии кредитный эффект от IPO будет скорее нейтральным.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.63	+0.01	+0.01	-0.07
EMBI+ Spread, бп	197	+2	-31	+28
EMBI+ Russia Spread, бп	119	-3	-20	+23
Russia 30 Yield, %	5.79	-0.04	-0.23	+0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	6.51	-0.10	-0.11	-0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	438.3	-12.3	+3.0	-227.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	255.3	+17.3	-191.0	+140.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	18.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.46	+0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.65	-0.02	-0.17	-0.45
Нефть (брент), USD/барр.	78.9	-0.4	+8.3	+18.2
Индекс РТС	2042	+16	+177	+132

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Понедельник на рынке **US Treasuries** выдался достаточно скучным. В отсутствие экономических данных **10-летние UST** весь день провели в коридоре 4.62%-4.64% по доходности. Зато сегодняшний день обещает быть интересным – публикуются данные по рынку жилья (августовские продажи на вторичном рынке и ценовой индекс **S&P/CaseShiller** за июль), а также сентябрьские индексы доверия потребителей и промышленной активности. Стоит отметить, что большинство специалистов ожидают очень слабых цифр по недвижимости, в том числе - снижения вторичных продаж домов до минимального за последние пять лет уровня.

В **Emerging Markets** ценовые изменения вчера тоже были незначительны. Исключением стали облигации Мексики – вчерашняя новость о доразмещении еврооблигаций общим объемом USD1 млрд. спровоцировала продажи и расширение спредов.

Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.79%) прибавил в цене порядка 1/4, а его спред сузился до 115-116 бп. В корпоративном сегменте появляется все больше бидов. Помимо первого эшелона, мы отметили активность в выпусках **INPIP 10** (+1/4 бп; YTM 8.91%), **VIP 16** (+1/4; YTM 7.82%), **MDM 11** (+1/8; YTM 9.79%), **IRKUT 09**.

## Рынок рублевых облигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Картина, наблюдавшаяся в конце пятничных торгов на рынке ОФЗ, повторилась вчера – котировки длинных выпусков взлетели еще на 1.5-2п.п. Причем, если на прошлой неделе наибольший рост пришелся на **ОФЗ 46018** (+0.97п.п.; YTM 6.51%) и **ОФЗ 46020** (+1.92п.п.; YTM 6.86%), то в этот раз подтянулись и остальные выпуски (**46017, 46014, 25059, 46021**). Суммарный объем торгов перевалил за 15 млрд. рублей.

Рынок теряет в догадках относительно того, кто так смело «переставил» котировки ОФЗ на несколько процентных пунктов вверх. Очевидно, что такие интервенции (за 2 дня, по нашим оценкам, «крупный игрок» потратил около 20-25 млрд. руб.) может позволить себе или ЦБ, или одна из госструктур. Все чаще звучит версия о ЦБ, мы и сами не исключаем ее - формально Банк России может принимать участие во вторичных торгах в рамках реализации кредитно-денежной политики.

Однако такой способ пополнить ликвидность банковской системы, на наш взгляд, выглядит несколько странно: зачем тогда ЦБ несколькими днями ранее размещал ОБР, а Минфин - ОФЗ? Подобные «интервенции» в сегменте ОФЗ нам представляются не очень эффективной и несистемной мерой, которая при этом вносит значительные искажения в картину рынка. К системным мерам улучшения ситуации с ликвидностью мы бы отнесли: отказ от размещений и выкуп уже размещенных ОБР, расширение Ломбардного списка, снижение нормативов резервирования для банков, плюс меры, озвученные в пятницу **А.Кудриным**.

В облигациях 1-го эшелона также начались активные покупки по всему спектру бумаг – **ФСК-4, Газпром-9, ЛУКОЙЛ-4, АИЖК-7, МосОбласть-6**. Рост котировок в среднем составил около 1пп. Во 2-м эшелоне мы видели интерес к выпускам **Седьмой континент-2** (+20бп; YTM 9.14%), **УМПО-2** (+50бп; YTM 11.84%). Но в целом, говорить о восстановлении этого сектора пока не приходится.

Из-за налоговых выплат (акцизы) и приближения отчетной даты (конец месяца) спрос на рубли не ослабевает – ставки overnight вчера находились на уровне 6-7%, объем прямого **РЕПО** с ЦБ составил 48 млрд. рублей. Позитивные новости пришли с валютного рынка, где стоимость бивалютной корзины несколько раз «касалась беда» Банка России. Правда, существенных продаж валюты не было – по оценкам

наших дилеров, суммарно регулятор мог купить лишь около USD30 млн. Но важен сам факт, сегодня утром корзина торгуется около 29.62 - всего лишь на 1 коп. выше уровня поддержки.

Общая картина, на наш взгляд, выглядит следующим образом - участники рынка поверили в поддержку со стороны государства и, несмотря на явно нерыночный характер движений в сегменте госбумаг, стараются успеть спекулятивно сыграть на повышение. Ситуация нам представляется очень нестабильной и, самое главное, малопрогнозируемой – покупатели в ОФЗ могут так же быстро и неожиданно исчезнуть, как и появились. Несомненно, есть и позитивные факторы, которые окажут поддержку рынку – окончание периода налоговых выплат, вероятное возобновление продаж валюты в ЦБ, а также реализация анонсированных в пятницу мер по поддержке ликвидности банковской системы.



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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@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, 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.