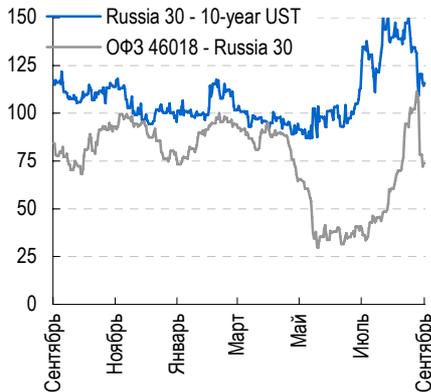
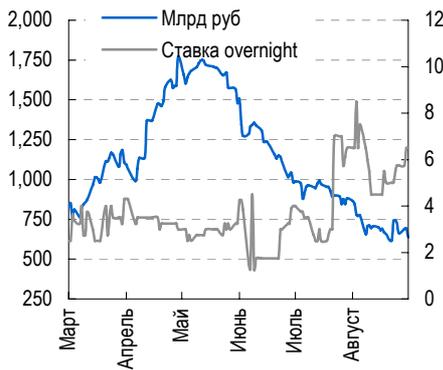


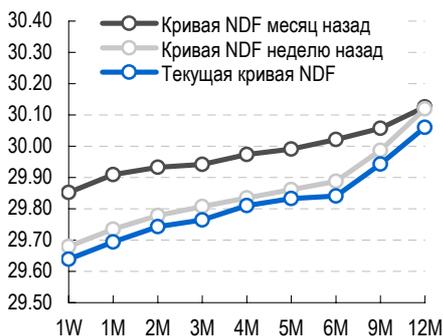
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
10 окт	Размещение руб. обл. РСХБ-4
15 окт	Уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	Аукцион ОФЗ 26199 (RUB 3 млрд.)
22 окт	Уплата НДС

Рынок еврооблигаций

- Аукцион в UST2yr, статистика, размещение **Турции**, покупки **URSAP 10** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- «Могущественный покупатель» **ОФЗ** вчера ослабил свое присутствие на рынке. Пара торговых идей для тех, кому это сейчас интересно (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Ленэнерго (NR)** наращивает долг (стр. 3)
- **Вкратце: Мечел (NR)** планирует участвовать в аукционе по приватизации **Эльгаугля и Якутугля**, возможно, вместе с японской группой Sumitomo. Для участия Мечел привлекает кредит на USD1 млрд. Стартовая цена лота – USD1.84 млрд. (Источник: Интерфакс). Очевидно, что в случае победы долговая нагрузка Мечела возрастет. Нам пока сложно оценить, какая сумма может понадобиться Мечелу на этот проект, и нужны ли ему все активы в продаваемом лоте. В балансе компании пока есть место для USD1.0-1.5 млрд. дополнительного долга. После этого нагрузка компании в терминах «Долг/ЕБИТДА», по нашим оценкам, выйдет за пределы 2.0х. Облигации Мечела малоликвидны (8.05%).
- **Вкратце: Fitch** пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга **УРСА-Банка (ВаЗ/NR/B+)**. Решение отражает поддержку капитализации в результате проведенной недавно допэмиссии акций, диверсификацию активов, замедление роста и улучшение операционной среды в России. Напоминаем, что рублевые облигации УРСА-Банка могут вскоре попасть в расширенный «список репо» ЦБ.
- **Вкратце: МОЭСК (NR)** отчиталась по МСФО за 2006 г. Результаты очень схожи с теми, что отражены в отчетности по РСБУ. Это означает, что для целей анализа можно пользоваться российской отчетностью компании, которая публикуется более регулярно и оперативно. Облигации МОЭСК (8.96%) сейчас торгуются с такими же спредами, что и выпуски других сетевых компаний. Мы полагаем, что в дальнейшем они могут демонстрировать динамику «лучше рынка», т.к. по кредитным характеристикам компания сильнее большинства СК. Получение кредитного рейтинга (вероятное событие) также может поддержать облигации.
- **Вкратце: ГСС** вчера провела презентацию **финансовых и операционных показателей за 1-е полугодие 2007 г.** Первый самолет SSJ готов к проведению летных испытаний, а портфель твердых заказов на него превышает USD2 млрд. Других важных новостей для кредиторов компании мы не отметили. Ключевым фактором кредитного профиля ГСС остается господдержка (облигации YTM 10%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.63	0	+0.01	-0.07
EMBI+ Spread, бп	198	+1	-30	+29
EMBI+ Russia Spread, бп	119	0	-20	+23
Russia 30 Yield, %	5.77	-0.02	-0.25	+0.12
ОФЗ 46018 Yield, %	6.51	0	-0.11	-0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	450.5	+12.2	-7.9	-215.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	187.2	-68.1	-219.1	+72.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	40	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.17	+0.71	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	-0.03	-0.27	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	77.6	-1.3	+7.0	+16.9
Индекс РТС	2009	-33	+144	+99

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

US Treasuries вчера вновь продемонстрировали волатильность, но к концу дня вернулись к уровням открытия. Продажи сменились покупками после аукциона по размещению 2-летних нот. Аукцион прошел весьма успешно – спрос на бумагу был высок, а соотношение **bid/cover** составило порядка 3.3, что является вторым по величине значением за последние 15 лет. Напомним, что максимальное соотношение спроса и предложения (3.97) было зафиксировано на аукционе, прошедшем месяц назад. Довольно высоким был и процент участия “**Indirect Bidders**” (иностранных банков и фондов), составивший более 35%. Итоги аукциона свидетельствуют о том, что инвесторы ожидают дальнейшего снижения ставки ФРС. Это подтверждают и котировки фьючерсов – согласно им, на следующем заседании 31 октября ФРС снизит ставку на 25 бп с вероятностью 86%.

Вчера в США вышли цифры по заказам на товары длительного пользования, оказавшиеся заметно ниже ожиданий. Однако рынок не придал им большого значения. Сегодня будет опубликован инфляционный индекс PCE (правда, за второй квартал года) а также важная статистика по первичному рынку жилья.

В секторе **Emerging Markets** активность была довольно низкой. Самым интересным событием стало, пожалуй, размещение 10-летнего выпуска облигаций **Турции** объемом USD1.25 млрд. Выпуск вырос после размещения на 3/8, что поддержало настроение участников рынка. Спрэд EMBI+ остается на уровне 198 бп. Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.80%) сейчас находятся чуть ниже 112.00, спрэд к **UST** – 116 бп. В корпоративных облигациях появляются биды. Вчера до выхода новостей об изменении прогноза рейтинга УРСА-Банка выросли котировки рублевых еврооблигаций **URSAP 10**.

До конца недели нас ожидает масса статистики. Наиболее важными станут цифры по рынку жилья, публикуемые сегодня, а также завтрашние инфляционные данные за август.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация на денежном рынке вчера оставалась достаточно тяжелой – ставки overnight находились около 10%, а объем прямого **РЕПО** с ЦБ составил 63.9 млрд. рублей. Это лишь немногим меньше, чем во вторник. На валютном рынке стоимость корзины колеблется около отметки 29.61 руб. По нашим наблюдениям, ЦБ вчера не участвовал в валютных торгах.

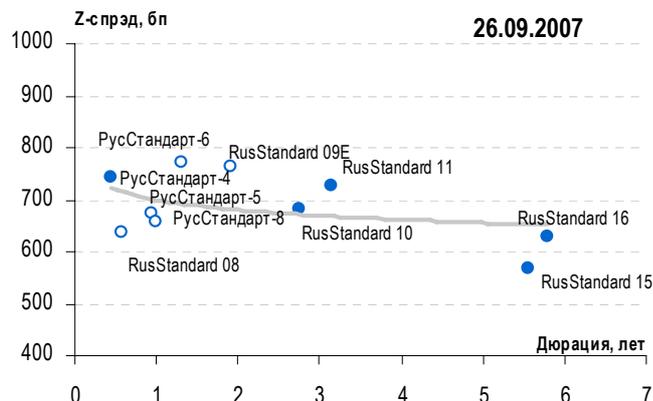
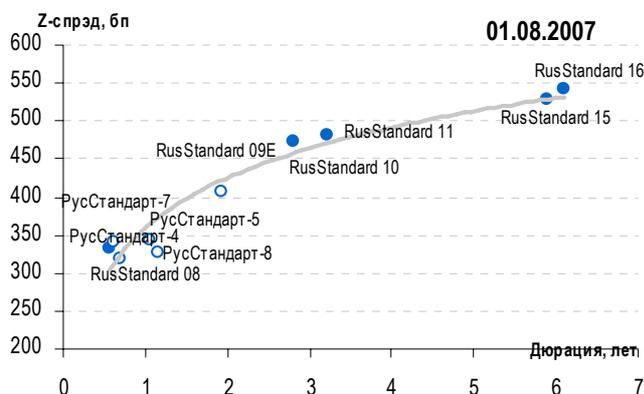
Ситуация с рублевой ликвидностью никак не отражается на сегменте **ОФЗ**. Интересно, что вчера «могущественный покупатель» снизил степень своего присутствия, поэтому в длинных выпусках **46018** и **46020** проходили сделки на 10бп ниже обозначенных им ранее «железобетонных» бидов. А вот многие облигации 1-го эшелона (**ЛУКОЙЛ, МосОбласть, Газпром, РЖД**) на фоне тяжелой ситуации с ликвидностью потеряли в цене в среднем 20-30бп. От более серьезных продаж рынок спасает надежда на улучшение ситуации на следующей неделе, когда налоговые платежи останутся позади.

Во втором эшелоне мы отметили покупки выпусков **УРСА-Банка** (Ba3/B), которые начались еще до появления на экранах новостей о позитивном рейтинговом действии в отношении банка.

Если для кого-то сейчас актуальны торговые идеи, то в первом эшелоне мы обращаем внимание на выпуск **ФСК-2** (-19бп; YTM 7.56%), который лежит примерно на 10бп выше своей кривой доходности, в то время как остальные blue chips сохраняют достаточно «гладкие» кривые.

В банковских облигациях, на наш взгляд, интересно сейчас выглядят среднесрочные рублевые облигации (5-й, 6-й и 8-й выпуски) **Русского Стандарта** (BB-/Ba1/BB), которые предлагают доходность около 13%.

Если посмотреть на спрэды к свопам, то картина существенно поменялась по сравнению, например, с началом августа. Тогда эти выпуски так не «выбивались» из кривой:



НОВЫЕ КУПОНЫ

Вчера стало известно, что по облигациям **СМАРТС-3** была установлена новая годовая оферта, а процентная ставка на этот период сохранена на уровне 14.1%. Выпуск не является очень ликвидным (объем 1 млрд. рублей), но вчера его цена выросла примерно на 15бп (до 99.00; 15.77% к новой оферте).

Ленэнерго (NR) наращивает долг

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

Ленэнерго объявило о намерении привлечь банковские кредиты на общую сумму 10 млрд. руб. (Источник: Reuters). С учетом двух облигационных займов, общий объем финансового долга компании после привлечения кредитов составит не менее 16 млрд. руб.

Быстрое увеличение долговой нагрузки Ленэнерго не должно стать для инвесторов неожиданностью – компания уже давно анонсировала свои гигантские инвестиционные аппетиты на ближайшие 4 года (в разных источниках – от 103 до 124 млрд. руб. в течение 2007-2010 гг.). При этом, согласно материалам к последнему выпуску облигаций, за счет заимствований планируется профинансировать около 70 млрд. руб.

На наш взгляд, в связи с этим перспективы облигаций Ленэнерго выглядят несколько хуже по сравнению с выпусками большинства других региональных сетевых компаний (МОЭСК, Тюменьэнерго, ЕЭСК, Челябинэнерго, Пермьэнерго), у которых соотношение операционного денежного потока и инвестиционных планов более сбалансировано. Очевидно, что предложение долга Ленэнерго в ближайшие годы будет в избытке, а по мере роста долговой нагрузки компании будет увеличиваться требуемая кредиторами премия за риск. Эти факторы будут препятствовать сужению спреда облигаций Ленэнерго.

В то же время, мы не склонны драматизировать ситуацию, во всяком случае в части долговой нагрузки и общих кредитных характеристик компании. Компания может рассчитывать на серьезную господдержку. Здесь мы имеем в виду не столько прямую поддержку акционеров (допэмиссия в пользу Санкт-Петербурга может быть еще не скоро, да и вряд ли она будет оплачена деньгами), сколько формирование благоприятного режима тарифного регулирования. Ключевой в этом смысле является так называемая **плата за присоединение**, которая может стать важным источником формирования операционной прибыли и финансирования инвестиций. Спрогнозировать влияние платы за присоединение на показатель EBITDA Ленэнерго мы пока затрудняемся, но очевидно, что операционная прибыль компании будет достаточно динамично расти, и в этом смысле Ленэнерго может преподнести инвесторам «приятный

сюрприз». В материалах к последнему облигационному займу компании говорится, что в 2007 г. за счет платы за присоединение компания профинансирует лишь 2 млрд. руб. инвестпрограммы. Сегодня Ведомости со ссылкой на представителя компании называют цифру 7 млрд. руб. в качестве прогноза поступлений по этой статье доходов Ленэнерго в 2007 г.

Оба выпуска облигаций Ленэнерго сейчас торгуются с доходностью около 9.0%. На наш взгляд, в ближайшее время они будут демонстрировать динамику «хуже рынка». Более интересными в сегменте сетевых компаний мы сейчас считаем облигации МОЭСК (8.9%).

Ключевые финансовые показатели Ленэнерго, РСБУ

Млн. руб.	2006	1П2007
Выручка	10 510	6 744
ЕБИТДА	1 926	1 515
Чистая прибыль	424	(53)
Финансовый долг	4 564	6 149
Собственный капитал	30 508	30 455
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА	18.3%	22.5%
Долг/ЕБИТДА	2.4	2.0
Долг/Собственный капитал	0.15	0.20

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	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.