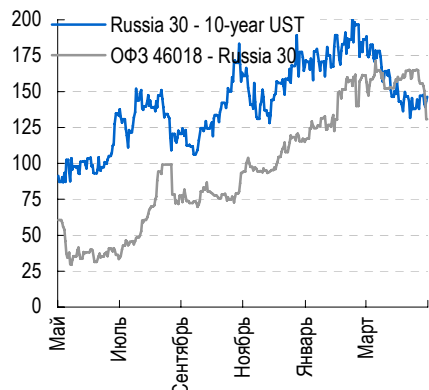


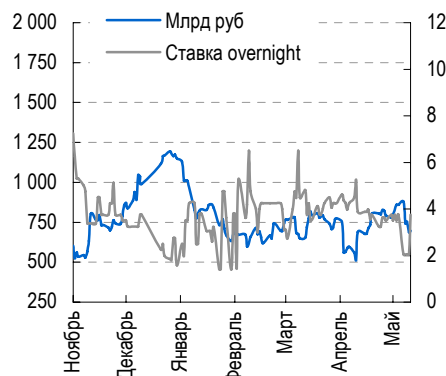
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 30 мая 2008 г.

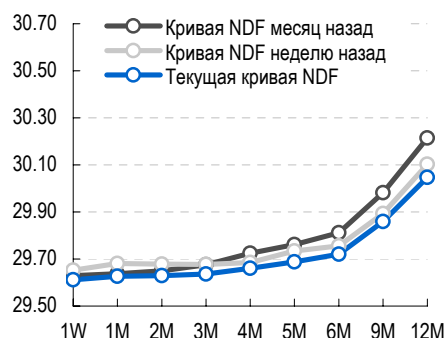
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



## Календарь событий

|        |                                    |
|--------|------------------------------------|
| 30 май | Индекс PCE Core за апрель          |
| 2 июн  | Индекс ISM в промышленности        |
| 3 июн  | Статистика по промышленным заказам |
| 4 июн  | Размещение руб. обл. Татфондбанк-4 |
| 4 июн  | Размещение руб. обл. ВТБ24-3       |
| 4 июн  | Размещение руб. обл. Москва-45     |
| 6 июн  | Nonfarm Payrolls                   |
| 10 июн | Размещение руб. обл. Чувашия-34007 |

## Рынок еврооблигаций

- Рост доходностей **UST** продолжается. **ЕМ** пока держатся неплохо. **ЮТК** завершила размещение рублевого CLN (стр. 2).

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Покупки во **2-м эшелоне**. Выступление г-на **Игнатьева** увеличило объемы продаж валюты в ЦБ. Критерии **Ломбардного списка** вновь поправили (стр. 2)

## Новости, комментарии и идеи

- Стратегия Банка Русский Стандарт (**Ba2/BB-/BB-**) подразумевает снижение риска «нового предложения» облигаций (стр. 3).
- X5 (B1/BB-)** показала хорошие результаты за 1-й квартал 2008 г. (стр. 4).
- Группа Мечел (**NR**) отчиталась о **сильных результатах за 2007 г. по МСФО**. Выручка достигла 6.7 млрд. долл. (+52%), а рентабельность по EBITDA составила около 25%. Даже несмотря на серию приобретений, Мечелу удается удерживать долговую нагрузку на умеренно низком уровне. По итогам отчетного периода, соотношение «Чистый долг/EBITDA» составило 2х. В этом году Мечел приобрел британскую Oriel за 1.5 млрд. долл. Однако учитывая рекордные цены на сталь, уголь и руду, а также грядущее IPO горнодобывающего сегмента группы, мы скорее ждем снижения, чем роста долговой нагрузки Мечела в 2008 г. Рублевые облигации компании малоликвидны и неинтересны.
- ЭМАльянс (NR)** официально объявил о начале поиска стратегического инвестора. Средства от продажи неконтрольного пакета акций планируется направить на развитие компании. Очевидно, что такая сделка укрепила бы кредитный профиль компании. Реакция в коротких облигациях компании крайне маловероятна (12-13% к оферте в июле 2008 г.).
- НМТП (Ba1/BB+)** показал **сильные результаты по МСФО по итогам 1-го квартала 2008 г.** Выручка компании увеличилась до 151.6 млн.долл. (+62% к аналогичному периоду 2007 г.), а рентабельность по EBITDA достигла 48% (+6пп). Рост финансовых показателей обусловлен увеличением тарифов на услуги порта, а также запуском новых терминалов. Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 1.6х с 2.3х в 2007 г. Мы нейтрально относимся к еврооблигациям NOVORO 12 (7.74%).
- Вкратце: S&P повысило рейтинг ЕвроХима на 1 ступень до «BB»** в связи с крайне благоприятной конъюнктурой цен на производимые компанией удобрения.

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Заккрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|-----------|-----------|---------|---------------|
|                          |           | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 4.08      | +0.07     | +0.26   | +0.05         |
| EMBI+ Spread, бп         | 245       | -6        | -19     | +6            |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 144       | +1        | -10     | -3            |
| Russia 30 Yield, %       | 5.51      | +0.11     | +0.21   | 0             |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.82      | -0.02     | -0.07   | +0.35         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 548.5     | +8.2      | -70.4   | -340.0        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 148       | +1.0      | +78.4   | +33.3         |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | 42.8      | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 4         | -0.29     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.62     | -0.04     | +0.01   | -0.02         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 126.9     | -4.0      | +15.5   | +33.0         |
| Индекс РТС               | 2439      | +42       | +317    | +148          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ US TREASURIES ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В США третий день подряд растут доходности US Treasuries. Вчера поводами для продаж UST стали неплохие цифры по ВВП за 1-й квартал (+0.9%), рост котировок акций, а также невысокий спрос на аукционе по размещению 5-летних UST. Тот факт, что инфляционный индекс Core PCE за 1-й квартал оказался чуть ниже ожиданий, а опубликованные вчера же цифры по безработице – выше, инвесторы посчитали не столь существенным. По итогам дня, доходность UST вдоль всей кривой выросла на 7-8бп; 10-летние ноты завершили день на отметке 4.08%.

В США сегодня будут опубликованы очередные цифры по инфляции (апрельский индекс PCE), индекс деловой активности Chicago Purchasing Manager, индекс потребительского доверия.

### В EMERGING MARKETS ВСЕ НЕ ТАК ПЛОХО

Несмотря на снижение котировок UST, в ЕМ вчера даже что-то покупали. Речь идет в первую очередь о латиноамериканском сегменте, где Бразилия получила очередной рейтинг investment-grade (на этот раз BBB- от Fitch), а в отношении Венесуэлы появились слухи о досрочном выкупе облигаций объемом до 1.5 млрд. долл. Спрэд EMBI+ вчера сузился на 6бп до 245бп.

Российский бенчмарк RUSSIA 30 (YTM 5.51%) вчера все же не устоял. Его котировки снизились до 113.375-113.50; спрэд к UST составляет около 146бп. В корпоративном сегменте активность сместилась во второй эшелон: мы отметили покупки в банковских выпусках, таких, как ROSBNK 09R (YTM 8.91%), PROMBK 12 (YTM 11.09%) и еврооблигациях УРСА-Банка. На новостях о повышении рейтинга покупали и EUCHEM 12 (YTM 7.79%) – котировки выросли на 1/2пп. В первом эшелоне активности поменьше, котировки большинства выпусков снижались. Хуже других выглядели бонды ТНК-ВР на новостях о конфликте акционеров. На наш взгляд, сейчас вновь хорошее время для покупки спреда TMENRU-GAZPRU. Он сейчас расширился до 130-140бп. Мы думаем, что скоро вновь появятся сообщения о вероятном альянсе ТНК-ВР с Газпромом или Роснефтью, после чего спреды сузятся.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: ЮТК

Вчера завершилось размещение рублевого CLN телекоммуникационной компании ЮТК (В1/В). Выпуск объемом 3.5 млрд. руб. имеет интересную структуру: два пут-опциона, на первый и третий год обращения, причем купоны определены только до второй оферты. Цена размещения составила 98.153%, что соответствует доходности к первой оферте в 11.0%. На вторичном рынке мы видели биды на данный выпуск по 98.5% и даже 98.75% (УТР 10.34%). На локальном рынке компания привлекла бы деньги на более выгодных условиях, но это сейчас «общее место» для всего рынка: классические рублевые бонды выглядят дорого по сравнению с еврооблигациями/CLN тех же заемщиков с точки зрения спредов к свопам. Разница достигает 200-350бп.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В четверг рынок рублевых облигаций немного ожил. Обратили на себя внимание покупки в банковских выпусках: УРСА-7 (УТР 11.01%;+0.09пп), УРСА-5 (УТМ 11.46%;+0.29пп), ХКФБ-5 (УТР 11.42%;+0.17пп). Последний уже котируется по 101.30пп от номинала – всего через неделю после начала вторичных торгов! Даже поступившие вчера новости о скором размещении нового выпуска ХКФБ не оказали влияния на его котировки. Видимо, важную роль играют ожидания по включению его в список репо ЦБ.

В корпоративном сегменте мы отметили спрос на **ЕЭСК-2** (УТР 11.43%) и **МиГ-2** (УТР 11.71%). Ситуация с ликвидностью после налоговых платежей стабилизируется – ставки МБК снизились до 3.5-4.0%

### **ЛОМБАРДНЫЙ СПИСОК ПОПОЛНИТСЯ**

**ЦБ** в среду принял окончательное решение о включении в **Ломбардный список** облигаций, обеспеченных ипотекой, а также муниципальных облигаций. Напомним, что ранее формулировки **Указания ЦБ №1482-У** не давали шансов на попадание в заветные списки ипотечных и муниципальных бумаг. Постановление было опубликовано в «**Вестнике Банка России**» и вступит в силу через 10 дней после публикации. Возможно, оно окажет некоторую поддержку выпускам **ПИА АИЖК** и **ВИА-АИЖК**, а также облигациям **Новосибирска (ВВ-)** и **Уфы (ВВ-)**.

### **ВЫСТУПЛЕНИЕ ГЛАВЫ ЦБ ПРИВЕЛО К УВЕЛИЧЕНИЮ ОБЪЕМА ИНТЕРВЕНЦИЙ РЕГУЛЯТОРА**

Вчера на банковском конгрессе, проходящем в **Санкт-Петербурге**, несколько важных заявлений сделал глава **ЦБ РФ Сергей Игнатьев**. Он заявил, что не исключает дальнейшего повышения ставок **ЦБ**, равно как и применения других мер для сдерживания инфляции (то же самое недавно говорил г-н **Улюкаев**), но упомянул при этом, что во второй половине года возможна даже дефляция. Кроме того, он озвучил планы по расширению коридора стоимости бивалютной корзины, отметив при этом, что расширение будет «очень постепенным». Последнее спровоцировало усиление ожиданий укрепления рубля. Курс бивалютной корзины снизился к уровню беда **ЦБ** (пока – по-прежнему 29.61) и регулятору пришлось покупать валюту – объем интервенций (по оценкам наших дилеров) составил 1.6 млрд. руб.

Мы думаем, что укрепление номинального курса рубля произойдет не сейчас и будет очень незначительным. Ключевые ставки, на наш взгляд, будут в очередной раз повышены регулятором в июле-августе. Отвечая на вопрос журналистов о возможной дате очередного tightening'a, г-н **Игнатьев** в своей речи отметил, что сначала хотелось бы получить данные по инфляции «хотя бы за май».

### **НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ**

Вчера завершилось размещение облигаций **Саха(Якутия)-34003**. Объем выпуска составил 2.5 млрд. руб., доходность 8.96%. Кроме того, стало известно о планах по размещению облигаций **ХКФБ** (на 5 млрд. руб.), **Банка Петрокоммерц** (3-5 млрд. руб.) и **Сибирьтелекома** (2 млрд. руб.).

## **Стратегия Русского Стандарта (Ba2/ВВ-) не несет угрозы держателям облигаций**

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

Председатель правления Банка Русский Стандарт Д.Левин вчера поделился с журналистами деталями среднесрочной стратегии развития банка. Вот наиболее важные заявления г-на Левина (Источник: Прайм-ТАСС), а также наши комментарии:

- **Банк ориентируется на рост активов на уровне 30-35% в год. Ключевыми продуктами Русского Стандарта будут кредитные карты и кэш-кредиты; банк пока не планирует заниматься ипотекой.** На наш взгляд, снижение амбиций в части роста, безусловно, является хорошей новостью для кредиторов банка (CAGR в 2004-2006 гг. – более 100%). Более спокойный рост не только позволит менеджменту успешнее контролировать устойчивость баланса и качество активов, но и снизит объемы нового предложения от Русского Стандарта на рынках облигаций;
- **Уровень просрочки кредитов в первые месяцы 2008 г. снизился на 2пп.** Это вполне логично – снизив эффективные процентные ставки и темпы роста, банк получил возможность ужесточить систему отбора заемщиков.
- **В части фондирования банк продолжит делать акцент на депозитах.** Для этого в том числе будут открываться филиалы (без них привлечь депозиты в регионах невозможно). Помимо этого, в

2008 г. банк намерен привлекать синдицированные кредиты и осуществлять секьюритизации. В части облигаций аппетиты Русского Стандарта достаточно скромны – возможно размещение рублевого выпуска на 5 млрд. в сентябре-октябре; еврооблигации в 2008 г. банк размещать не планирует. На наш взгляд, это хорошие новости для держателей облигаций Русского Стандарта. Тем не менее, полностью фактор «нового предложения» в облигациях не исчезнет – банку в этом году предстоит пройти oferty по 5-му и 8-му выпускам; установление новых ненулевых купонов будет фактически тождественно размещению новых выпусков.

## X5 Retail Group (B1/BB-): хорошие результаты за 1-й кв. 2008 г. по МСФО

*Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com*

Вчера X5 Retail Group (B1/BB-) опубликовала предварительные неаудированные результаты за 1-й квартал 2008г.

Компания сохраняет хорошую динамику развития. В отчетном периоде выручка X5 увеличилась до 1.79 млрд. долл. (+61% к 1-му кв. 2007 г.), рентабельность по EBITDA составила 9%. В рублевом выражении рост продаж составил 49%, при этом продажи «like-for-like» выросли на 29%.

Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 2.6х. По прогнозам X5, в 2008 г. долговая нагрузка компании не превысит 4.0х. В мае X5 разместила допэмиссию акций на сумму 1.0 млрд. долл. для финансирования покупки сети Карусель, а также получила порядка 132 млн. долл. от реализации казначейских акций. На наш взгляд, по итогам 2008 г. X5 имеет все шансы удержать долговую нагрузку в обозначенных ориентирах, тем более учитывая хорошие «кредитные метрики» приобретаемой Карусели. Мы даже не исключаем повышения рейтинга компании агентством Moody's.

Мы нейтрально относимся к облигациям X5-Финанс-1 (9.37 YTP) на текущих уровнях. Насколько мы понимаем, шансы на попадание этого выпуска в Ломбардный список и список репо ЦБ невелики. Несмотря на то, что у эмитента уже достаточно давно есть рейтинг от Standard & Poor's, выпуск «не проходит» из-за нелюбви Центробанка к облигациям (не ипотечным), размещенным через SPV. Эту «нелюбовь» ЦБ, по нашим наблюдениям, преодолел лишь однажды, сделав исключение для выпуска ВТБ-Лизинг-Финанс.

### Ключевые финансовые показатели группы «X5», МСФО

| USD млн.                           | 2006 г. | 2007 г. | 1-й квартал 2008 г. | 2008 г.<br>Прогноз |
|------------------------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|
| Выручка                            | 3 485   | 5 320   | 1 786               | 7 288              |
| Валовая прибыль                    | 929     | 1 404   | 458                 | 18 95              |
| EBITDA                             | 297     | 479     | 161                 | 649                |
| Чистая прибыль                     | 102     | 141     | 86                  | -                  |
| Чистый долг                        | 1 013   | 1 540   | 1 678               | -                  |
| <b>Ключевые показатели</b>         |         |         |                     |                    |
| Gross margin                       | 26.7%   | 26.4%   | 25.6%               | 26%                |
| EBITDA margin (%)                  | 8.5%    | 9.0%    | 9.0%                | 8.9%               |
| Чистый долг/ EBITDA annualized (x) | 3.4     | 3.2     | 2.6                 | ≈ 4.0              |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк  
Корпоративно-  
Инвестиционный Блок  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172  
Тел. 795-2521

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

**Сергей Бабаян**

Sergey.Babayan@mdmbank.com

#### Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

**Тарас Потятинник**

Taras.Potyatynnik@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 |                |                           |

#### Анализ рынка акций

|                      |                                  |                |                             |
|----------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------------|
| Джордж Лилис         | George.Lilis@mdmbank.com         | Мария Шевцова  | Maria.Shevtsova@mdmbank.com |
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com | Андрей Кучеров | Andrew.Kuchеров@mdmbank.com |
| Елена Зенкова        | Elena.Zenkova@mdmbank.com        | Джеймс Льюис   | James.Lewis@mdmbank.com     |

#### Редакторы

|                   |                                |                  |                              |
|-------------------|--------------------------------|------------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Александр Бесков | Alexander.Beskov@mdmbank.com |
| Эндрю Маллиндер   | 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.

© 2008, 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.