

**Глава МЭРТ Герман Греф** заявил, что рост ВВП России в текущем году, скорее всего, составит 6.4%. Греф сказал также, что ожидает роста промпроизводства по итогам года на 4.1% по сравнению с 7.3% годом ранее.

**ОАО "Нижнекамскнефтехим"** разместило дебютный выпуск 10-летних еврооблигаций на сумму \$200 млн под ставку купона на уровне 8.5% годовых. Бумаги имеют 5-летний пут-опцион и погашаются равными частями с 2010 г с равномерной амортизацией. Лид-менеджером выпуска выступает МДМ-банк. ОАО "Нижнекамскнефтехим" будет использовать полученные средства на общие корпоративные цели - в частности, на улучшение структуры баланса и финансирование капитальных вложений.

**Центральный банк РФ** проведет 22 декабря аукцион по продаже ОБР-3 в объеме 10.0 млрд руб.

**ОАО "Трубная металлургическая компания"** планирует в начале следующего года разместить 3-й выпуск облигаций на общую сумму 5 млрд руб.

**Совет директоров ОАО Мосэнерго** утвердил решение о размещении на двух дебютных выпусков облигаций на сумму 5 млрд руб со сроками обращения 5 и 10 лет соответственно.

**Наблюдательный совет Россельхозбанка** утвердил решение о размещении второго выпуска 5-летних облигаций на сумму 7 млрд руб.

**Копейка** намерена выпустить 6-летние облигаций на 4 млрд руб.

**ФНС** выставила ЮТК претензии по налоговой недоимке за 2002-2003 гг. в сумме 916.9 млн руб, из которых 677.4 млн руб пришлось на недоначисление налогов.

**Standard & Poor's** присвоило 3-летним облигациям инвестиционного банка КИТ Финанс на 2 млрд руб рейтинг "ССС".

**Standard & Poor's** повысило долгосрочный рейтинг Российского банка развития до "BBB-" с "BB+", краткосрочный - до "A-3" с "B", прогноз – "стабильный".

**Fitch** повысило прогноз изменения международного долгосрочного рейтинга российского Номос-банка до "позитивного" со "стабильного" и подтвердило его на уровне "B". Одновременно агентство повысило долгосрочный рейтинг банка по национальной шкале до уровня "BBB+(rus)" с "BBB(rus)", а его прогноз до "позитивного" со "стабильного". Остальные рейтинги были подтверждены на прежних уровнях: краткосрочный "B", индивидуальный "D", поддержки "5".

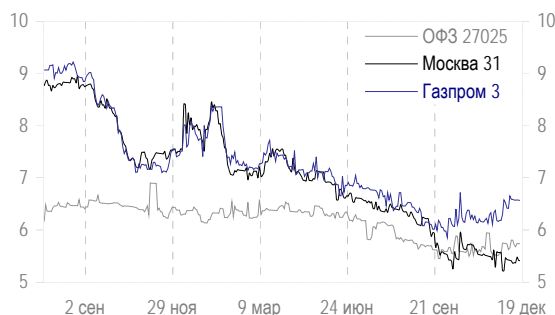
#### Рублёвые облигации

Продолжение на стр 2.

#### Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

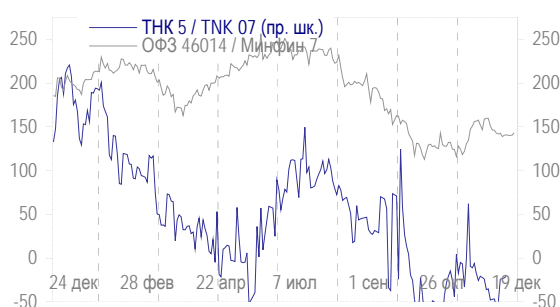
### Доходности индикативных облигаций, %



Цены на рынке показали разнонаправленное изменение в пределах 0.3% на фоне возросшей активности торгов. Во втором/третьем эшелонах наблюдалась неагрессивные продажи, что было вызвано подготовкой инвесторов к грядущим аукционам. В первом эшелоне большинство бумаг закрылось в небольшом плюсе.

Сегодня на первичном рынке будут размещаться 8 новых выпусков, подавляющее большинство из которых можно отнести к третьему эшелону. Одним из наиболее интересных выпусков являются облигации Пятерочки на 3 млрд руб. Пятерочка – агрессивно развивающаяся компания «бумового» сектора. Мы ожидаем средних темпов роста финансовых показателей компании в ближайшие годы на уровне 25-30% при марже по чистой прибыли на уровне 7%. Несмотря на агрессивное развитие сети (недавно компания совершила очередное приобретение – 25 магазинов СРТ за \$90 млн, что выглядит достаточно дешево с точки зрения EV/Sales) компания придерживается консервативной долговой политики. Недавнее снижение прогнозов по финансовым результатам на 2005 год, в первую очередь касается рынка акций (где практически все российские бумаги потребительского сектора торгуются с большой премией к иностранным аналогам), а не кредиторов компании. Во-первых, темпы роста компании все равно остаются достаточно внушительными – рост выручки составит порядка 20%, а чистая прибыль по итогам года, по нашим оценкам, может достичь \$100 млн. Во-вторых, компания достаточно внятно объяснила причины снижения. На рынке уже торгуются достаточно ликвидные облигации компании, доходность которых находится на уровне 8.75% годовых при дюрации порядка 3.6 лет. Исходя из наклона кривой доходности, разницы в дюрации, справедливый уровень доходности видится немногим больше 9% годовых. Несмотря на большой объем предложения бумаг на первичном рынке, общий рост рублевой ликвидности может привести к отсутствию существенной премии на аукционе.

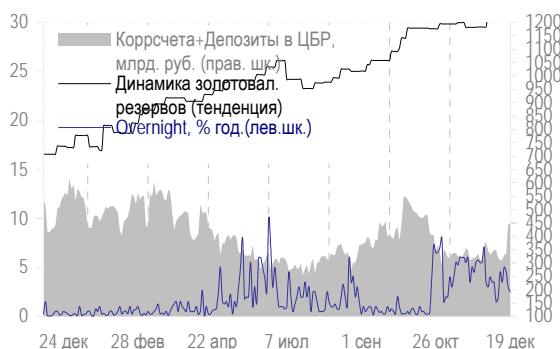
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



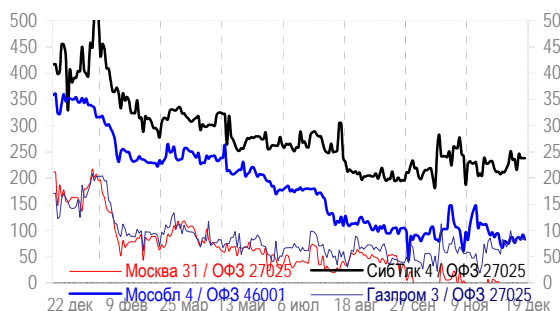
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



### Спрэды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



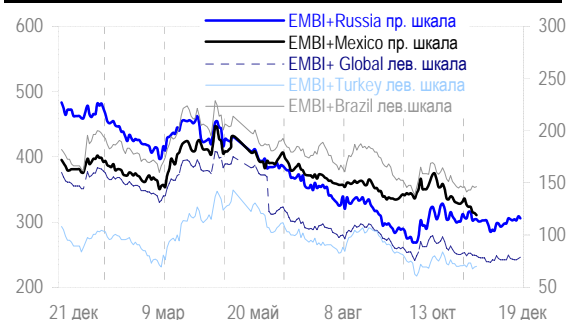
### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы не видим особых угроз для рынка рублевого долга в среднесрочной перспективе. Очередное увеличение госрасходов вместе с рекордными ценами на нефть позволяют прогнозировать если не увеличение уровня избыточной рублевой ликвидности в среднесрочной перспективе, то сохранения его на приемлемом уровне. Кроме того, мы считаем, что сейчас взаимосвязь рублевого рынка и рынков базовых активов работает только в одностороннем порядке – рынок рублевого долга растет при благоприятной конъюнктуре рынков базовых активов, практически игнорируя ухудшение конъюнктуры последних. По нашему мнению, это объясняется возросшей долей российских инвесторов в первом эшелоне, которые в меньшей степени склонны к активным спекулятивным/арбитражным операциям между рынками.

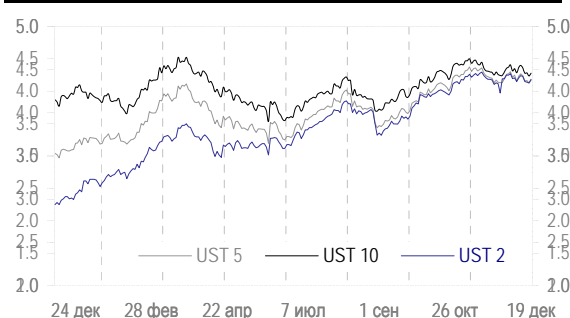
В силу этого, мы рекомендуем наращивать позиции в длинных выпусках при локальных продажах бумаг. Вероятней всего, рынок в ближайшие несколько дней будет достаточно волатильным, но в более долгосрочной перспективе можно ожидать дальнейшего снижения доходности ОФЗ.

Отдельно стоит отметить выпуск ОФЗ 46005. Длина (12 лет) и отсутствие купонов (простая, а не эффективная доходность к погашению) делает этот выпуск привлекательным и для стратегических инвесторов с длинными пассивами, которым необходимо минимизировать риск реинвестирования (амортизация/купоны), и для спекулятивно настроенных инвесторов. При стабильном или растущем рынке (что нам представляется наиболее вероятным развитием ситуации) кривая доходности длинных госбумаг в дальнем конце кривой доходности будет иметь плоский вид. Мы рекомендуем ОФЗ 46005 к спекулятивной покупке.

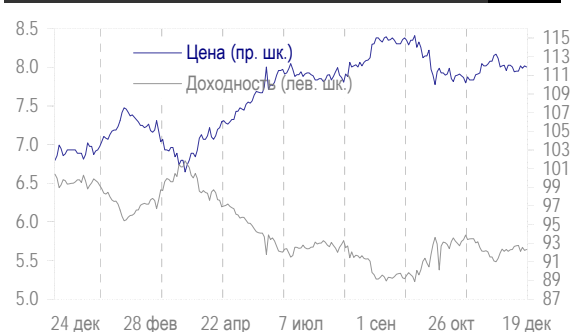
### Спрэды EMBI+, б.п.



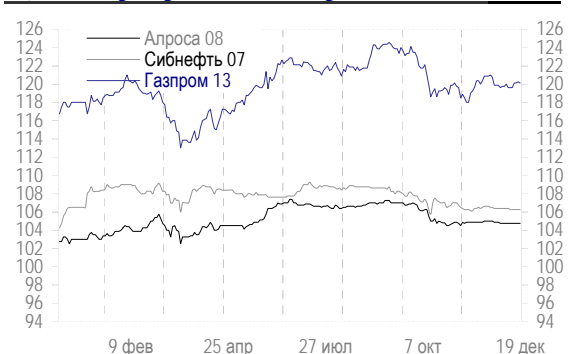
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



### Спрэды дох-сти корп. еврооблигаций, б.п.



Доходность на рынке US Trys стабилизировалась в узком диапазоне (4.42-4.45% годовых для 10Y UST) при низкой активности на фоне отсутствия значимой статистики по экономике США и приближения рождественских и новогодних каникул.

Однако, уже сегодня возможно оживление рынка и начало движения после того, как будут опубликованы важные данные по инфляции в США – PPI за ноябрь. Если данные окажутся позитивными для рынка облигаций (ниже ожиданий), то к рождеству доходность 10Y UST останется около 4.40% годовых.

На этом фоне еврооблигации РФ так же стабильны на достигнутых уровнях. Россия-30 держится около отметки 112.000, сохраняя спрэд на уровне 117-120 б.п.

Сегодня утром ценовые уровни US Trys и еврооблигаций РФ остаются неизменными перед публикацией статистики по США.

В краткосрочной перспективе (до конца года) мы не ждем заметного ралли в еврооблигациях РФ после повышения рейтинга от S&P. Во-первых, Россия уже давно торгуется по спрэду на уровне стран с рейтингом «BBB» / «BBB+», поэтому данный рейтинг уже давно учтен в ценах. Во-вторых, конец года накладывает на рынок отпечаток в виде низкой активности инвесторов – инвесторы не хотят делать активных операций на рынке перед закрытием годовых балансов и перед праздниками.

Однако, в средне- и долгосрочной перспективе мы ждем сужения странового спреда на 30-50 б.п. (к концу 2006 г.), т.к. по фундаментальным показателям Россия уже давно претендует на рейтинг категории «А». Несмотря на неторопливость рейтинговых агентств в вопросе повышения рейтинга России, мы ждем что рынок уже скоро начнет оценивать российские долговые обязательства на уровне Польши и Китая.

Сегодня доходность 10Y UST снизилась до 4.47% годовых, а Россия-30 подросла до 111.875-112.000, хотя спрэд при этом расширился до 118-119 б.п.

Мы сохраняем позитивный взгляд на рынок еврооблигаций РФ и советуем держать длинные позиции. В среднесрочной перспективе (до января-февраля 2006 г.) мы ждем продолжения уверенного поступательного движения вверх цен еврооблигаций РФ, как за счет дальнейшего снижения доходности US Trys, так и за счет сужения российского спреда.

Мы считаем, что через 12 мес. доходность 10Y UST снизится до уровня 3.90-4.10% годовых, а спрэд еврооблигаций Россия-30 к US Trys сузится до 70-80

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем покупать еврооблигации Евраз-2015, которые существенно недооценены относительно Северстали-2014. С учетом одинакового, по нашему мнению, кредитного риска спрэд Евраз-2015 / Северсталь-2014 на уровне около 60-70 б.п. мы считаем несправедливым. Тем более, что более короткая Северсталь-2009, наоборот торгуется с небольшой премией к Евраз-2009, что более адекватно отражает кредитные риски этих эмитентов.

**Адрес** 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.  
Инвестиционный департамент МДМ-Банка <http://invest.mdmbank.ru/>  
**Телефон / Факс** (+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250

**Reuters** MDMB  
**Bloomberg** MDMG

**Заместитель Председателя Правления  
Инвестиционный блок**

**Алексей Панферов**

<b>Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами</b>	<b>Начальник управления</b>		
	Игорь Суханов	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:sukhanov@mdmbank.com">sukhanov@mdmbank.com</a>
	<b>Отдел продаж долговых инструментов</b>		<a href="mailto:bond_sales@mdmbank.com">bond_sales@mdmbank.com</a>
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	<a href="mailto:leremina@mdmbank.com">leremina@mdmbank.com</a>
	Дмитрий Омельченко	(+7 095) 363 55 84	<a href="mailto:omelchenko2@mdmbank.com">omelchenko2@mdmbank.com</a>
	Наталья Ермолицкая	(+7 095) 960 22 56	<a href="mailto:ermolitskaya@mdmbank.com">ermolitskaya@mdmbank.com</a>
	<b>Отдел торговли долговыми инструментами</b>		Reuters Code: MDMB
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:nikonov@mdmbank.com">nikonov@mdmbank.com</a>
	Александр Зубков	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:alexZ@mdmbank.com">alexZ@mdmbank.com</a>
	Евгений Лысенко	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:lysenko@mdmbank.com">lysenko@mdmbank.com</a>
	<b>Отдел РЕПО</b>		
	Алексей Базаров	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bazarov@mdmbank.com">bazarov@mdmbank.com</a>
	Наталья Храброва	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:hlabrova@mdmbank.com">hlabrova@mdmbank.com</a>
<b>Отдел кредитных исследований</b>	Виктор Моисеев	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:Victor.Moiseev@mdmbank.com">Victor.Moiseev@mdmbank.com</a>
	Николай Богатый		<a href="mailto:Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com">Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com</a>
<b>Анализ рынка облигаций</b>	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:arakelyan@mdmbank.com">arakelyan@mdmbank.com</a>
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:gusevD@mdmbank.com">gusevD@mdmbank.com</a>

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.