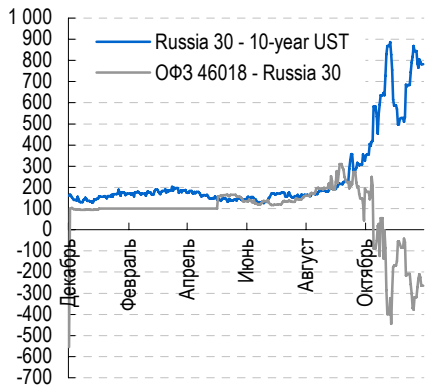
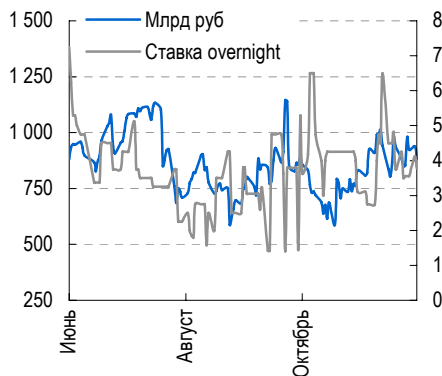


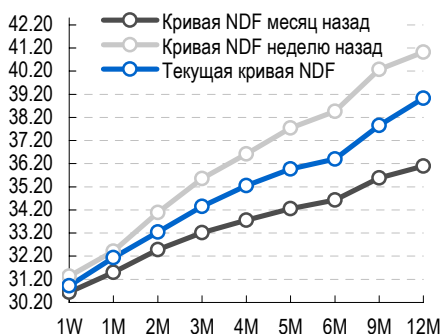
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

3 дек	Индекс ISM в сфере услуг
3 дек	"Бежевая Книга" ФРС
4 дек	Статистика по промышленным заказам
5 дек	Nonfarm Payrolls за ноябрь
9 дек	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
10 дек	Статистика по товарным запасам в США
12 дек	Индекс цен производителей PPI (ноябрь)
12 дек	Статистика по розничным продажам в США

### Рынок еврооблигаций

- Доходности UST устремились к нулю
- В EM – фиксация прибыли (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Спрос на валюту по-прежнему высок
- Слабость рубля провоцирует продажи. Матрица анонсирует дефолт (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- X5 (B1/BB-) демонстрирует хорошие результаты за 9 мес. 2008 г. сокращает инвестиции (стр. 4).**
- На этой неделе может быть принято решение об изменении состава акционеров НПО Сатурн (NR).** Об этом сообщил губернатор Ярославской области С.Вахруков, который на прошлой неделе обсуждал ситуацию в компании с премьер-министром В.Путиным и другими высокопоставленными чиновниками. Г-н Вахруков сообщил, что ВЭБу были даны поручения о предоставлении дополнительного финансирования (Источник: Интерфакс). Это хорошие новости для кредиторов НПО Сатурн. Возрастает вероятность того, что переход компании под контроль государства произойдет быстро, а дефолта по облигациям НПО Сатурн-3 удастся избежать (оферта 9 декабря 2008 г.). Без господдержки компания вряд ли сможет сохранить платежеспособность.
- ВЭБ одобрил субординированные кредиты Альфа-банку (Ba1/BB) и НОМОС Банку (Ba3/B+) на 10 млрд. и 4.9 млрд. руб. соответственно.** (Источник: Интерфакс). Мы воспринимаем новости как весьма позитивные для держателей облигаций этих банков. Во-первых, это еще один сигнал доверия к данным финансовым институтам со стороны государства. Во-вторых, субординированные кредиты позволят укрепить балансы банков. Мы обращаем внимание на выпуск ALFAUA 09 (YTM 80%) как самый интересный из облигаций двух банков.
- Moody's сниило рейтинг Евраз на 1 ступень до Ba3/Стабильный.** Причины – ухудшение операционной среды и финансового профиля компании. В то же время, Moody's надеется, что банки продолжат предоставлять Евразу финансирование и отмечает недавние кредиты ВЭБа на 1.8 млрд. долл. как позитивное кредитное событие. Котировки еврооблигаций EVRAZ 09 в последние дни серьезно укрепилась.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.73	-0.19	-1.23	-1.30
EMBI+ Spread, бп	756	+38	+127	+517
EMBI+ Russia Spread, бп	774	+43	+214	+627
Russia 30 Yield, %	10.80	+0.06	+0.98	+5.29
ОФЗ 46018 Yield, %	8.63	+0.53	+0.49	+2.16
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	540.8	-101.6	-67.7	-347.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	341.9	+45.1	+118.5	+227.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-107	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.42	-0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	31.30	+0.04	+0.91	+1.57
Нефть (брент), USD/барр.	48.0	-5.5	-17.3	-45.9
Индекс РТС	632	-26	-170	-1659

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *ДОХОДНОСТИ UST СТРЕМЯТСЯ К НУЛЮ*

Казалось бы, куда уж ниже? Однако кривая **US Treasuries** продолжает сдвигаться вниз. Так, доходность **10-летних UST** вчера опустилась еще на 19бп до 2.73%. Произошло это на фоне очень слабого индекса **ISM Manufacturing**, который снизился до 36.2 пунктов (-2.7пп, минимальное значение с мая 1982 года). Причем, любопытно, что ценовая составляющая (**prices paid**) индекса снизилась намного сильнее (-11.5пп), что в очередной раз напомнило об угрозе дефляции в **США**. Также вчера **Национальное бюро экономических исследований** США объявило, что экономика страны вступила в рецессию. Причем, произошло это еще в декабре 2007 года (12 месяцев назад!). Дополнила вчерашнюю и без того довольно мрачную картину порция очень слабых релизов промышленных индексов **PMI** по целому ряду стран.

Ралли в акциях на прошлой неделе кажется все более подозрительным. Неужели это вновь было закрытие коротких позиций в конце месяца? Так или иначе, но вчера ключевые индексы резко снизились. **Dow Jones** потерял 7.7%.

### *В ЕМ – ФИКСАЦИЯ ПРИБЫЛИ*

Бегство от рисков вчера, естественно, не миновало сегмент **Emerging markets**. Спрэд **EMBI+** расширился на 38бп до 756бп. Котировки основных бенчмарков в среднем снизились примерно на 1/2. Усугубляет ситуацию вновь начавшееся падение цен на сырьевых рынках: баррель нефти марки **Brent** подешевел вчера на 5 долл., опустившись до 48 долл.

Цена выпуска **RUSSIA 30** (YTM 10.80%) вчера снизилась примерно на 1/4 до 83 1/8, а его спрэд расширился на 25бп до 807бп. В корпоративном секторе обозначился интерес на продажу бумаг.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *СПРОС НА ВАЛЮТУ НЕ ОСЛАБЕВАЕТ. О ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ В ДЕКАБРЕ*

С началом нового месяца напряженность на рублевом денежном рынке ожидаемо снизилась: ставки **overnight** откатились к уровню 7-8%, а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** сократился до 153.7 млрд. рублей (-43 млрд. рублей). Вместе с тем, 6-месячный беззалоговый аукцион **Банка России** оказался весьма востребован: банки привлекли 335.2 млрд. из предложенных 400 млрд. рублей. Средневзвешенная ставка сложилась в размере 12.49%.

На фоне более-менее благополучной ситуации с рублями и постоянных разговоров о девальвации рубля спрос на валюту по-прежнему достаточно высок. По нашим оценкам, вчера **ЦБ** вынужден был продать порядка 2.8 млрд. долл., чтобы поддержать рубль, а стоимость корзины колебалась около 31.30 руб.

В плане рублевой ликвидности декабрь будет несколько отличаться от других месяцев. С одной стороны, возрастет скорость исполнения бюджетных расходов, а с другой – увеличится спрос на наличность со стороны населения.

### *ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ПРОДАВЦЫ АКТИВИЗИРУЮТСЯ, МАТРИЦА АНОНСИРУЕТ ДЕФОЛТ*

Торговая активность на долговом рынке вчера была очень скромной. В условиях низколиквидного рынка и слабеющего рубля котировки большинства бумаг остаются весьма уязвимыми. Например, вчера мы отметили активизацию продавцов в выпусках **2-го эшелона: Связь-банк-1** (УТР 50.89%, -16бп), **Синтерра-1** (УТР 33.22%, -26бп), **Стройтрансгаз-3** (УТР 54.26%, -36бп) и т.д. Но, как мы уже отметили, объемы торгов очень низкие.

Вчера розничная сеть **Матрица** объявила, что не сможет погасить 10 декабря дебютный выпуск облигаций. Держателям была предложена схема реструктуризации займа путем его замены на векселя.

На первичном рынке готовится очередная «частная» сделка: 4 декабря **Иркутскэнерго** планирует разместить выпуск облигаций на 5 млрд. рублей. В пресс-релизе прямо указывается, что основной расчет делается на рефинансирование займа в **ЦБ**. Кредитный рейтинг компании от S&P недавно был снижен до «В-» - это нижняя граница рейтингового критерия **Центробанка** при включении бумаг в список репо.

## X5 Retail Group (B1/BV-): нейтральные результаты за 9 месяцев 2008 г.

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: [María.Radchenko@mdmbank.com](mailto:María.Radchenko@mdmbank.com)

Вчера розничная сеть X5 Retail Group опубликовала предварительные результаты за 9 месяцев 2008 г. по международным стандартам. Также компания представила *pro-forma* отчет о прибылях и убытках с учетом результатов сети Карусель с начала 2008 г. В своем анализе мы использовали эти данные как наиболее репрезентативные.

В отчетном периоде выручка X5 увеличилась до 6.5 млрд. долл. (+56.2%), а показатель EBITDA – на 65.9%. По итогам 9 месяцев рентабельность по EBITDA составила 8.5%. В третьем квартале X5 получила чистый убыток в связи с отрицательной курсовой разницей из-за переоценки синдицированного кредита в 1.1 млрд. долл. Очевидно, что пока речь идет о «неденежном», т.е. бухгалтерском убытке.

По итогам отчетного периода, капитальные затраты X5 составили почти 800 млн. долл. (без учета покупки Карусели, которая была «с запасом» профинансирована за счет допэмиссии акций). По сообщению компании, по итогам 2008 г. капвложения достигнут 1 млрд. долл. Что касается планов на 2009 г., X5 придерживается весьма консервативной политики и намерена сократить инвестиции (без M&A) вдвое – до 500 млн. долл. Приоритетом в развитии, по понятным причинам, станет формат дискаунтера – наиболее популярный в период замедления экономической активности. Развитие будет происходить в основном на арендуемых площадях.

X5 пока не говорит о размере M&A-бюджета. Это объяснимо: компания будет действовать «по обстоятельствам», т.е. исходя из своих финансовых возможностей, а также предложений (недостатка в последних сейчас, конечно же, нет).

Долговая нагрузка компании по итогам отчетного периода остается на приемлемом уровне – около 2.7x в терминах «Чистый долг/EBITDA annualized». Это ниже, чем по итогам 2007 г. (3.2x). Долговой портфель X5 неплохо структурирован – порядка 70% приходится на долгосрочные обязательства. Объем неиспользованных лимитов в банках у компании составляет 334 млн. долл. Недавно ВТБ открыл X5 кредитную линию в размере 7 млрд. руб.

Сейчас уже достаточно очевидно, что крупнейший в России продуктовый ритейлер будет скорее одним из бенефициаров текущего кризиса. Благодаря своим прочным позициям, X5 сейчас получает беспрецедентные возможности по увеличению рыночной доли. Государство в случае необходимости окажет сети поддержку, т.к. справедливо воспринимает ее как важную часть инфраструктуры, обеспечивающей социальную стабильность и благополучное функционирование пищевого сектора.

Рублевый выпуск X5-Финанс-1 сейчас торгуется на уровне 67% от номинала (40% к погашению летом 2010 г.). В текущей конъюнктуре это слишком длинный выпуск. Его привлекательность невелика в том числе и в связи возросшим риском ослабления национальной валюты.

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

USD млн.	2007 г.*	1-е полугодие 2008 г.	9 месяцев 2008 г.
Выручка	5 320	4 326	6 516
Валовая прибыль	1 404	1 115	1 674
EBITDA	479	388	554
Чистая прибыль	141	153	138
Чистый долг	1 540	1 944	2 026
<b>Ключевые показатели</b>			
Gross margin	26.4%	25.8%	25.7%
EBITDA margin (%)	9.0%	9.0%	8.5%
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	3.2	2.5	2.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка \*без учета результатов сети Карусель



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

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

#### Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

#### Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

#### Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

#### Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

#### Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

#### Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.