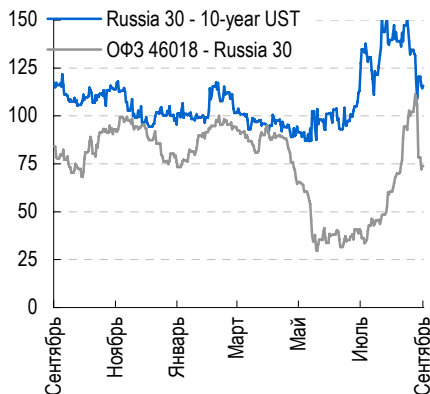
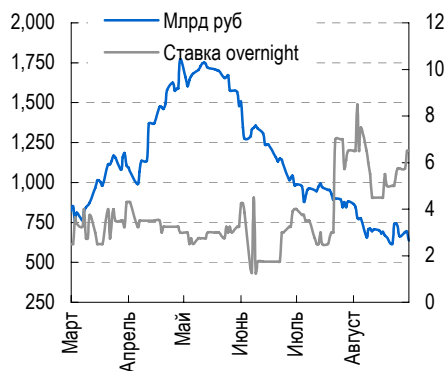


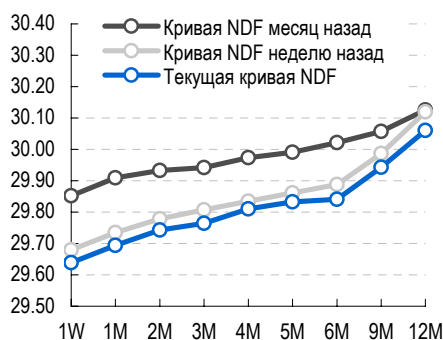
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### 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

- **UST** ведут себя волатильно; в **российском сегменте** ничего нового (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Железобетонные «биды» в **ОФЗ** сохраняются. Остальной рынок находится под давлением из-за напряженной ситуации с ликвидностью. О новых купонах (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- **Связьинвеста** может одобрить **4-летнюю программу развития**, в соответствии с которой **региональные телекомы** будут тратить около **USD2 млрд.** ежегодно на развитие своих сетей. По нашим оценкам, это не приведет к существенному росту долговой нагрузки МРК, т.к. их совокупный операционный денежный поток уже сопоставим с этими цифрами (стр. 3).

- **Вкратце: Угольная компания Распадская (Ва3/В+/В+)** продемонстрировала прекрасные результаты за **1-е полугодие 2007 г. по МСФО**. Приобретения, сделанные в 2006 г., позволили увеличить объемы добычи, что в сочетании с улучшением конъюнктуры цен на уголь обеспечило рост выручки на 55%. Операционная рентабельность тоже выросла, показатель EBITDA margin составил 59%(!). Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» опустилось до 0.7х. Держателям облигаций Распадской сейчас, наверное, интересны не столько финансовые результаты, сколько новости об ее интеграции в группу Евраз. Насколько мы понимаем, эту сделку планируется завершить до конца 2007 г., а какой-либо информации от компаний по этому поводу стоит ждать в октябре. Мы считаем, что покупка спреда RASPAD 12-EVRAZ 15 (30бп) с расчетом на его переход в отрицательные значения может быть интересной стратегией.

- **Вкратце: Уралсвязьинформ (NR/BB-/B+)** показал хорошие результаты по итогам **1-го полугодия 2007 г. по МСФО**. Равно как и другим компаниям группы Связьинвест, УРСИ удалось продемонстрировать рост выручки и операционной рентабельности, что на фоне стабильного объема долга привело к улучшению долговой нагрузки («Долг/ЕБИТДА годовая» ≈ 2.0х против 2.7х по итогам 2006 г.). Мы не ждем реакции на результаты в облигациях компании.

- **Вкратце: РСХБ (А3/NR/BBB+)** рассчитывает получить очередную инъекцию капитала из бюджета на **5.7 млрд. руб. в счет 2008 г.** (Источник: Коммерсантъ). Учитывая недавние тезисы министра финансов А. Кудрина о намерении поддержать ликвидность банковской системы, в т.ч. через гос.институты развития, мы считаем, что РСХБ получит необходимые средства.

### 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

Вчера котировки **US Treasuries** показали достаточно высокую волатильность. До выхода статистики доходности снижались на ожиданиях слабых макроэкономических данных. Цифры по рынку жилья, индексу потребительского доверия и розничным продажам, а также беспрецедентные убытки крупнейшей в США строительной компании **Lennar Corp** действительно нарисовали достаточно мрачную картину. На этом фоне позитивно выглядел лишь индекс промышленной активности **Richmond Fed**, сентябрьское значение которого оказалось достаточно позитивным.

Несмотря на все это, после выхода статистики доходности длинных UST начали расти. Была ли это фиксация прибыли, или реакция на рост американских акций, или инвесторов вновь охватили инфляционные страхи (их могло спровоцировать вчерашнее выступление одного из членов ФРС) – сказать сложно. Так или иначе, **10-летние UST** завершили день на уровнях открытия.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился на 16п до 198бп. Спрэд в выпуске **RUSSIA 30** (YTM 5.77%) почти не меняется – сегодня утром он составляет 117-118бп. В корпоративных выпусках мы видели покупки в выпусках **TNEFT 14** (YTM 6.42%), **INPIP 10** (YTM 8.80%), **TNK 17** (YTM 7.58%), **RASPAD 12** (YTM 8.50%) и продажи в **RUSB 16** (YTM 12.13%).

Сегодня в США публикуется статистика по заказам на товары длительного пользования, а завтра – цифры по первичному рынку недвижимости.

## Рынок рублевых облигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В сегменте гособлигаций сохраняется «железобетонная» поддержка от крупного участника рынка (мы все больше склоняемся к версии, что это ЦБ, см. наш вчерашний комментарий). Правда, вчера котировки длинных выпусков практически не изменились, но при этом подтянулись среднесрочные ОФЗ (**25059, 26199, 26198, 46002**), прибавив в цене 0.5-1п.п. В облигациях 1-го эшелона некоторые участники рынка неагрессивно фиксировали прибыль (-10-15бп), что неудивительно – в этом сегменте пока не появилась «господдержка», а ситуация на денежном рынке остается крайне напряженной (overnight до 10%, объем репо с ЦБ вырос до 66 млрд. руб.).

Мы отмечаем некоторую активизацию во 2-м эшелоне – сделок с различными бумагами все больше, и их объемы растут, причем, на сколько мы понимаем, интерес присутствует уже не только на продажу. Однако говорить о каком-либо тренде пока не приходится, в целом, аппетит к риску все же пока невелик. Так, облигации **УМПО-2** (YTR 11.42%) за последние 2 дня прибавили около 50-60бп, а вот котировки **МОЭСК-1** (YTM 8.99%) упали вчера примерно на 40бп без видимых причин. О настороженном отношении многих инвесторов к этому сегменту свидетельствуют и результаты вчерашней оферты по выпуску **НПО Сатурн-1**: несмотря на повышение последнего купона, компания была вынуждена купить порядка 70% займа (1.05 из 1.5 млрд. руб.).

В этом месяце банковской системе осталось пережить лишь уплату налога на прибыль, после чего, на наш взгляд, можно ожидать улучшения конъюнктуры. Приход «больших бюджетных денег», по нашим оценкам, состоится в конце октября-ноябре. ЦБ вчера не покупал доллары на валютном рынке, хотя курс бивалютной корзины весь день стоял около «бида» Центробанка (29.61 руб.). Сегодня утром корзина пока находится на этом же уровне.

## НОВЫЕ КУПОНЫ И ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

По выпускам **Волгабурмаш-1** (УТР 32.18%) и **СНХЗ-1** (УТР 20.76%) были установлены новые купоны до погашения в размере 12% (ранее 11% и 10.70%, соответственно). Очевидно, что компании стремятся снизить количество желающих предъявить облигации к оферте в начале октября. Мы все же предполагаем, что желающих воспользоваться опционами будет достаточно.

Процентная ставка по дебютному выпуску рублевых облигаций компании **Ситроникс** по итогам вчерашнего аукциона была установлена в размере 10% (УТР 10.25%). Мы затрудняемся оценить «рыночность» размещения. Наши комментарии относительно привлекательности данного выпуска были опубликованы 24 сентября.

## Региональные телекомы могут увеличить инвестиции в развитие

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

Газета Коммерсантъ сообщает сегодня, что в холдинге Связьинвест готовится первая в его истории программа развития, рассчитанная на четыре года. Ее бюджет может стать рекордным для Связьинвеста: предполагается, что в 2008-2012 гг. «дочки» холдинга будут вкладывать в развитие своих сетей в среднем USD2 млрд. в год (суммарно). Агентство Fitch в своем исследовании называет цифру USD2 млрд. на два года – 2008-2009 гг., но ведет речь исключительно о цифровизации, которую в соответствии с приказом Минсвязи, МРК Связьинвеста должны завершить к концу 2009 г.

Несмотря на то, что цифра в USD2 млрд. может выглядеть несколько «шокирующей» на первый взгляд, на самом деле это не такие уж и большие деньги для телекомов Связьинвеста. По нашим оценкам, совокупный показатель EBITDA по 7-ми региональным телекомам группы уже в 2007 г. составит более USD2.5 млрд., и продолжит рост в последующие годы, т.е. такие инвестиции МРК смогут в значительной степени профинансировать за счет собственного операционного денежного потока. Возможно, некоторым из телекомов придется увеличить объем заимствований, но на фоне растущей операционной прибыли ключевые показатели покрытия долга вряд ли ухудшатся.

Поэтому мы полагаем, что принятие Связьинвестом программы развития, о которой пишет Коммерсантъ, не вернет нас в 2003-2005 гг., когда многие МРК резко увеличили долговую нагрузку на фоне интенсивных капвложений.

### Ключевые показатели МРК

Название МРК	Средний уровень	OIBDA 1П2007, млн. руб.	Долг/ OIBDA annualized (x)	Рейтинг S&P/ Fitch
	Цифровизации по итогам 2006 г.*			
ВолгаТелеком	68%	5 472	1.2	BB-/ -
Северо-Западный Телеком	57%	4 638	1.1	BB-/ B+
Уралсвязьинформ	74%	6 389	2.0	BB-/ B+
Южная телекоммуникационная компания	65%	3 536	3.0	B-/ -
Дальсвязь	69%	2 183**	1.4	-/ B
Сибирьтелеком	66%	5 098**	1.5	-/ B+
ЦентрТелеком	53%	5 797	1.7	B+/ B
Итого:	63%	<b>33 113</b>		

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банк; \* источник: Fitch; \*\* согласно отчетности по РСБУ



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.