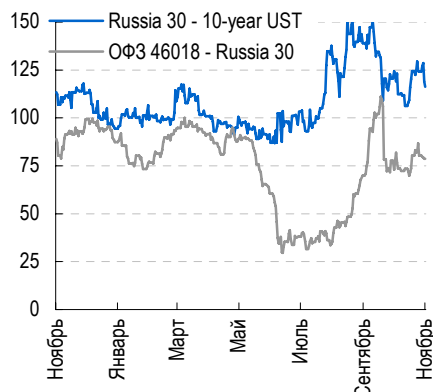


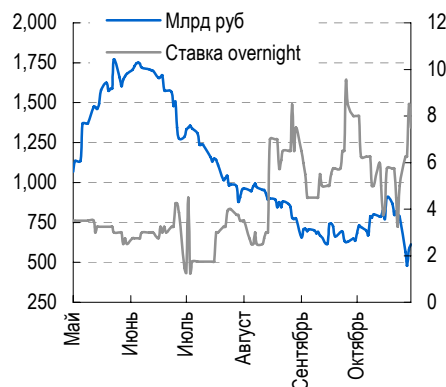
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 1 ноября 2007 г.

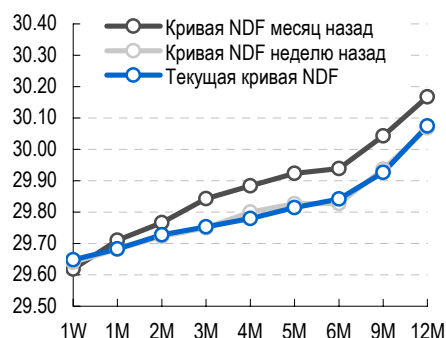
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 ноя	Индекс PCE Core
1 ноя	Индекс ISM Manufacturing
2 ноя	Nonfarm Payrolls
5 ноя	Индекс ISM Non-Manufacturing
7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)
13 ноя	Размещение руб. обл. ИвановскаяОбл-1
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
21 ноя	Аукцион ОФЗ 46021 (RUB 3 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- Рынок правильно спрогнозировал решение **ФРС**. Судя по пресс-релизу и фьючерсам на **FED RATE**, в следующий раз ставку оставят неизменной (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ралли в **ГидроОГК** и **МОЭСК** может продолжиться. Внимание на **РСХБ-4**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- СЗТ (NR/BV-/BB-)** и **ЮТК (B1/B-)** показали неплохие результаты по РСБУ за 3-й квартал 2007 г. (стр. 3).
- Вкратце: Владелец импортера фруктов Джэй Эф Си (S&P B-/Стабильный) дал интервью газете RBCDaily.** Вот что показалось нам наиболее интересным: 1) компания не собирается привлекать дополнительный акционерный капитал, пока не исчерпает возможности долгового финансирования; 2) у компании есть крупные девелоперские проекты; 3) возможно создание СП с иностранным игроком на рынке фруктов. Первый тезис, на наш взгляд, вряд ли обрадует держателей облигаций компании. Согласно последнему отчету S&P, соотношение «Долг/EBITDA» у компании на конец 2006 г. составляло 4.5x. Более свежих данных у нас нет. В связи с этим мы не можем составить четкого мнения относительно привлекательности облигаций Джэй Эф Си (12.4%).
- Вкратце: S&P поместило рейтинг ФСК (BB+) в список на возможное повышение.** S&P объясняет свое решение тем, что кредитоспособность ФСК будет повышаться по мере прогресса в реструктуризации РАО ЕЭС. Мы согласны с этим – ФСК вскоре перейдет под прямой контроль государства, а также присоединит к себе крупные активы, последующая продажа которых поможет профинансировать потребности в инвестициях. На наш взгляд, длинные выпуски ФСК сейчас достаточно безопасны для формирования позиций «с плечом» (в т.ч. через репо ЦБ). Дело в том, что в связи с предстоящей реорганизацией у держателей выпусков ФСК должен появиться опцион на досрочное погашение, который «защитит» котировки от возможного ухудшения конъюнктуры.
- Вкратце: ФНС предъявила ЦентрТелекому (NR/B+/B) налоговые претензии за 2004-2006 гг. в объеме 440 млн. руб.** (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, эта новость не повлияет на котировки облигаций компании по следующим причинам: 1) сумма незначительна для ЦентрТелекома; 2) разбирательства, вероятно, продлятся несколько месяцев; 3) инвесторы уже привыкли к новостям о небольших налоговых претензиях к МРК Связьинвеста.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.47	+0.09	-0.08	-0.23
EMBI+ Spread, бп	186	-10	-15	+17
EMBI+ Russia Spread, бп	122	-8	-2	+26
Russia 30 Yield, %	5.66	-0.01	-0.13	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.45	-0.01	-0.07	-0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	510.1	+32.2	-57.3	-156.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	102.1	+1.9	+35.6	-12.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-199.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.25	+0.08	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.02	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	90.6	+3.2	+13.0	+29.9
Индекс РТС	2223	+17	+176	+313

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На этот раз, рынок правильно спрогнозировал исход заседания **ФРС – FED RATE** вчера была снижена на 25 бп. до 4.50%. После выхода новостей внимание инвесторов было приковано к пресс-релизу **ФРС**, сопроводившему решение по ставке. Самой важной в нем стала фраза о том, что, по мнению **ФРС**, после данного решения риски замедления экономического роста и инфляционные риски становятся равнозначными. На наш взгляд, это может означать желание **ФРС** взять паузу на определенный период и проанализировать макроэкономические данные прежде, чем предпринимать какие-то новые действия в отношении **FED RATE**. Похоже, что такую точку зрения разделяет абсолютное большинство участников рынка. Фьючерсы указывают на почти 100%-ную вероятность сохранения ставки неизменной на следующем заседании 11 декабря.

После публикации решения **ФРС** в **US Treasuries** прошли продажи – доходность **10-летних UST** выросла на 9 бп. до 4.47%, **2-летних** - на 14 до 3.95%.

Спрэд **EMBI+** вчера «технически» сузился на 10 бп до 186 бп. Стоит отметить, что причиной сужения стали не только движения в **UST**, но и рост котировок облигаций **Emerging Markets**, подпитываемый высокими ценами на нефть (Венесуэла) и благоприятными результатами выборов в Аргентине. Очевидно, что сегодня сегмент **ЕМ** ждет коррекция.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.66%) вчера весь день торговался около отметки 113 пп, спрэд к **UST** сузился до 120 бп. Сегодня утром он, кстати, закрепился вблизи этого уровня (121-122бп). В корпоративном сегменте мы вчера отметили покупки в выпусках **RASPAD 12** (+1/2 пп.; YTM 7.85%), **EUCHEM 12** (+1/4 пп.; YTM 8.33%). Сегодня вероятна стабилизация котировок или неагрессивные продажи.

Вечером будут опубликованы важные данные по экономике США – сентябрьский инфляционный индекс **PCE Core**, а также индекс промышленной активности **ISM Manufacturing** за октябрь.

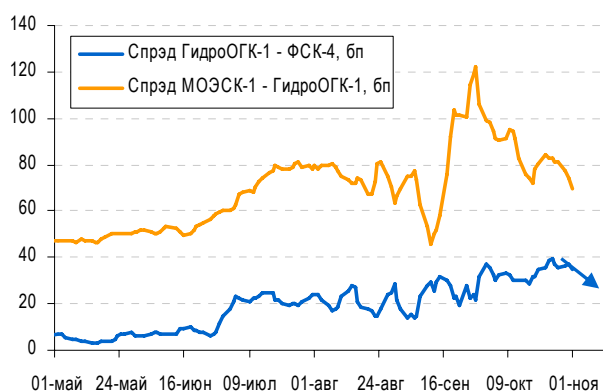
Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Среда оставила впечатление «распрявившейся пружины». Инвесторы наконец-то дождались окончания периода октябрьских налоговых платежей (который прошел достаточно безболезненно благодаря действиям ЦБ и Минфина) и приступили к покупкам с уверенностью, что дальше с ликвидностью будет только лучше. Цены большинства выпусков вчера выросли примерно на 20-30бп.

В лидерах рынка оказались облигации **МОЭСК-1** (+60бп; YTM 8.07%) и **ГидроОГК-1** (+45бп; YTM 7.34%). На наш взгляд, они еще сохраняют потенциал снижения доходностей, причем основной движущей силой здесь может стать идея сужения спреда **ГидроОГК-1 – ФСК-4** (см. рисунок).



Сегодня на вторичные торги выходит выпуск **РСХБ-4** (УТР 8.36%). Почти со 100%-ной уверенностью можно ожидать роста его котировок, т.к. более длинные облигации банка торгуются с доходностью ниже 8.0%. На наш взгляд, его справедливая цена в текущих условиях составляет около 100.60-100.70 п.п. Учитывая предположительно «технически слабое» размещение, мы надеемся, что желающих «разгрузить позиции» в этом выпуске пока можно будет найти без особого труда.

Корсчета банков в ЦБ сегодня увеличились на 32 млрд. руб. по сравнению со вчерашним утром, и это – несмотря на сокращение объемов репо с ЦБ примерно на 20 млрд. руб. Дают о себе знать позавчерашние покупки валюты Банком России (около 2 млрд. долл.). Кстати, вчера, по наблюдениям наших дилеров, Центробанк не принимал участия в валютных торгах. Тем не менее, на наш взгляд, задолженность банков по операциям репо с ЦБ будет постепенно снижаться за счет поступлений средств из бюджета.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Татфондбанк-3** (УТР 10.28%) были объявлены новые купоны до погашения в размере 11.75% (УТМ 12.20%; свопы+6156п). На наш взгляд, это довольно привлекательный уровень – исторически, средний спрэд к кривой свопов составлял около 450бп.

По облигациям **Монетка-1** (УТР 12.67%) процентная ставка на следующие полгода была определена на уровне 12.5%.

СЗТ (NR/VB-/VB-) и ЮТК (B1/B-): неплохие результаты за 9 месяцев 2007 г.

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Учитывая достаточно хорошее понимание инвесторами кредитного профиля этих компаний, обратим внимание лишь на несколько моментов: 1) ЮТК и СЗТ продолжают демонстрировать рост выручки и удерживают рентабельность на достаточно высоком уровне; 2) ЮТК продолжает улучшать коэффициенты долговой нагрузки за счет стабилизации объема долга и увеличения EBITDA, поэтому компания могут ожидать новые повышения рейтингов; 3) Небольшое увеличение показателя «Долг/EBITDA» у СЗТ не должно смущать – в ближайшее время компания получит более 400 млн. долл. от продажи пакета акций Телекоминвеста, что снимет все вопросы о долговой нагрузке компании в среднесрочной перспективе.

Мы в целом нейтрально относимся к облигациям МРК Связьинвеста – они становятся все менее ликвидными и интересными со спекулятивной точки зрения. Пожалуй, более-менее привлекательными в этом сегменте мы считаем выпуски ЮТК, которые все еще торгуются с достаточно широкими (40-60бп) спредами к остальным «дочкам» Связьинвеста. Сегодня утром, например, на оффере был доступен небольшой объем выпуска ЮТК-5 с доходностью 8.60%. Мы считаем, что выпуски ЮТК будут сужать спреды к «основной» кривой доходности Связьинвеста по мере их включения в Ломбардный список ЦБ (по непонятным причинам, пока ЮТК там нет), а также дальнейшего повышения кредитных рейтингов компании.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Северо-Западный Телеком», ОАО «ЮТК»								
Млн. руб.	Северо-Западный Телеком				ЮТК			
	2006 г. РСБУ	1П 2007 г. РСБУ	1П 2007 г. МСФО	9М 2007 г. РСБУ	2006 г. РСБУ	1П 2007 г. РСБУ	1П 2007 г. МСФО	9М 2007 г. РСБУ
Выручка	20 473	11 601	11 952	17 433	17 570	9 622	9 820	14 585
EBITDA	6 936	4 682	4 638	7 020	6 304	3 757	3 536	5 831
Чистая прибыль	2 426	2 075	1 635	3 027	1 184	1 067	720	1 728
Долг (по РСБУ без лизинга)	9 527	10 220	10 493	12 843	19 340	19 684	21 088	19 608
Собственный капитал	18 135	19 680	27 528	20 632	13 653	14 444	10 464	15 103
Ключевые показатели								
Рентабельность EBITDA	34%	40%	39%	40%	36%	39%	36%	40%
Финансовый долг/ EBITDA annualized	1.4	1.1	1.1	1.4	3.1	2.6	2.9	2.5
Финансовый долг/Собственный капитал	0.5	0.5	0.4	0.6	1.4	1.4	2.0	1.3

Источник: данные компаний 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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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, опубликовывать, 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.