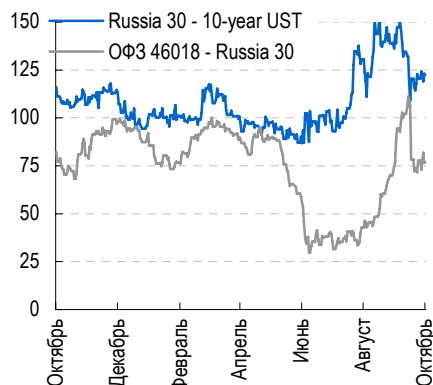


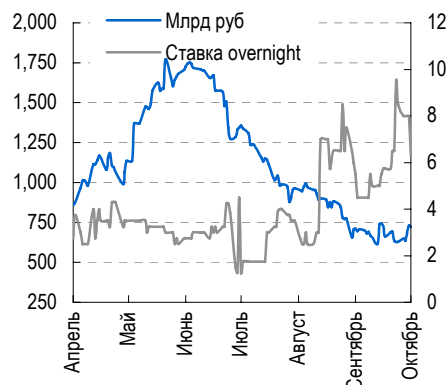
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 5 октября 2007 г.

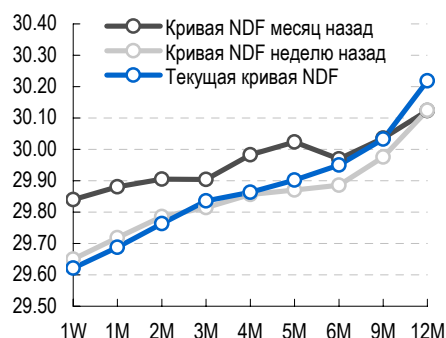
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

5 окт	Nonfarm Payrolls в США
10 окт	Размещение руб. обл. РСХБ-4
10 окт	Размещение руб. обл. ВТБ24-1
15 окт	Уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	Аукцион ОФЗ 26199 (RUB 3 млрд.)
22 окт	Уплата НДС
25 окт	Уплата акцизов, НДС
29 окт	Уплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снова снизились. Драма в казахстанских банковских облигациях. Новые выпуски **TMENRU** восстановили позиции. Сегодня – **Payrolls**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- ЦБ снова покупал валюту. **МДМ-3** попал в Ломбардный список. Сегодня оферта **СМАРТС-3**. Об ориентирах по новым выпускам **РСХБ** и **ВТБ 24** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- ММК (Ba2/BB/BB)** приобрел 10.75% акций **Белона (NR)**. В дальнейшем комбинат планирует увеличивать долю в угольной компании (стр. 4)
- Торговые сети Холидей (NR) и Кора (NR) согласовали условия слияния** (стр. 4)
- Вкратце: Автодилер Рольф (Ba3/BB-)** вчера провел телеконференцию для инвесторов. Среди прочего, компания сообщила, что в рамках финансовой политики намерен удерживать показатель «Чистый долг без торгового финансирования/EBITDA» в пределах 1.5x (сейчас 0.8x). Ковенанты ограничивают этот показатель на уровне 3.0x. Обращаем внимание, что мы допустили неточность при расчете долговой нагрузки Рольфа в комментарии от 1 октября. Еврооблигации компании сейчас торгуются с доходностью 9.7% (Z-спрэд 480bp).
- Вкратце: АФК Система (B3/B+/BB-)** отчиталась по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. Выручка группы увеличилась на 36% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, показатели рентабельности и долговой нагрузки существенно не изменились («Чистый долг/EBITDA» ≈1.7). Мы нейтрально относимся к еврооблигациям **AFKSRU 11** на текущих уровнях (Z-спрэд 300bp).
- Вкратце: ТНК-ВР (Ba2/BB+/BBB-)** опубликовала отчетность **TNK-BP Holding за 1-е полугодие**. Обращаем внимание, что в ней отражен не весь долг группы **TNK-BP International**. С учетом всего долга, соотношение «Чистый долг/EBITDA» у группы составляет 0.7x. Еврооблигации **TMENRU** не отреагировали на отчетность.
- Вкратце: Глава Роспотребнадзора высказал недовольство методами взыскания задолженности, применяемыми ХКФ Банком** (Источник: РБК). Мы не исключаем, что регулятивное давление на банк окажет негативное влияние на его результаты.
- Вкратце: Евраз (B2/BB-/BB)** показал сильные результаты за 1-е полугодие.
- Вкратце: КИТ Финанс (CCC+)** показал сильные результаты по МСФО за 1-е полугодие. К сожалению, актуальная информация о ликвидности баланса не раскрывается.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.51	-0.05	-0.04	-0.19
EMBI+ Spread, бп	201	+1	-22	+32
EMBI+ Russia Spread, бп	126	+2	-10	+30
Russia 30 Yield, %	5.74	-0.01	-0.17	+0.09
ОФЗ 46018 Yield, %	6.51	-0.06	-0.15	-0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	525.8	-16.7	+124.3	-140.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	194.8	+6.5	-114.6	+80.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-11.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.96	-0.17	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	+0.01	-0.15	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	79.0	+1.8	+4.7	+18.3
Индекс РТС	2090	-3	+185	+180

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

После небольшой коррекции в среду, доходности **US Treasuries** вчера вновь начали снижение (4.51%). Возможная причина – слабые данные по промышленности и рынку труда. Вчерашний намек главы **ЕЦБ** о возможности снижения ставки, спровоцировавший укрепление доллара, также мог способствовать покупкам **UST**. Самым важным событием сегодняшнего дня станет публикация **Payrolls**.

Достаточно драматичные события вчера происходили в казахстанских банковских облигациях. Падение котировок, усилившееся после негативных рейтинговых действий **S&P** (в отношении правительства, **DBKAZ**, **BTAS**) и **Moody's** (в отношении **ККБ**), вчера переросло в настоящий обвал. Похоже, что у инвесторов сработали **stop-losses** и **margin-calls**. Отдельные выпуски за день потеряли более 10пп. Сильнее всего просели выпуски Банка Альянс - **ALLIBK 13** (YTM 17.10%), **ALLIBK 11** (YTM 17.17%), а также **ККБ 15** (YTM 11.67%) и **BTAS 15** (YTM 11.86%). Спрэды «бид-оффер» по отдельным выпускам расширились до 5-7пп.

На наш взгляд, турбулентность и нервозность в казахстанском сегменте продлится еще несколько недель. Слышны первые признаки паники – инвесторы обращают внимание на сокращение золотовалютных резервов Казахстана (18.4 млрд. долл. против более 20 млрд. некоторое время назад), а также обсуждают возможную серию дефолтов заемщиков внутри страны (в первую очередь – строительных компаний) из-за отсутствия доступа к рефинансированию. Мы все же считаем, что «белое» не может стать «черным» столь стремительно – запас прочности у Казахстана вполне достаточен, и правительство вместе с ЦБ смогут стабилизировать ситуацию и не допустить банкротств крупнейших банков страны. Поэтому в какой-то момент казахстанские облигации могут стать одной из лучших торговых идей «на покупку».

Российский корпоративный рынок завершил день без серьезных изменений, хотя паника в казахстанском сегменте, в принципе, может «задеть» и российские банковские облигации. Стоит отметить разве что восстановление просевших котировок новых выпусков **TMENRU** – вчера они вернулись к уровням размещения.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация с рублевой ликвидностью медленно, но верно улучшается. Вчера ставки **overnight** опустились примерно до 6.0-6.5%. Правда, объем операций прямого **РЕПО** с ЦБ по-прежнему значителен (65.5 млрд. рублей). С валютного рынка продолжают поступать позитивные новости. По оценкам наших дилеров, вчера Банк России вновь купил примерно 500-600 млн. долл.

На этом довольно благоприятном фоне впервые за последнее время появился небольшой спрос на гособлигации – котировки длинных **ОФЗ** подросли примерно на 10-15бп. Однако нельзя сказать, что торговая активность была высокой – оборот составил всего около 985.4 млн. рублей, «львиная доля» пришлось на 4 выпуска (**46020**, **46018**, **25060** и **25059**).

Первый эшелон также чувствует себя относительно неплохо – цены большинства выпусков вчера в начале дня подтянулись вверх еще примерно на 10-15бп. Правда, к концу дня запал покупателей в этом сегменте сошел «на нет». Обращаем внимание на **ФСК-3** (YTM 7.30%), про который, похоже, немного «забыли» - по доходности он сейчас стоит на одном уровне с более длинным **ФСК-5** (+17бп; YTM 7.30%).

Во 2-3 эшелонах активность по-прежнему достаточно низка. Большинство участников рынка ищут возможность выйти из этих бумаг. Правда, попытка продать сколько-либо существенный объем приводит к

мгновенному падению котировок. Вчера это произошло с выпуском **Холидей-1** (-75бп; УТР 14.72%), который вернулся на торги после выплаты купонного дохода.

Сегодня состоится оферта по облигациям **СМАРТС-3**. На днях компания разослала инвесторам письмо, в котором предлагала комиссию за отказ от предъявления бумаг к выкупу. Мы не считаем эту практику «экстраординарной», но полагаем, что основная часть держателей все же предпочтет воспользоваться опционом. От того, насколько успешно СМАРТС справится с офертой (достаточно уязвимый к рефинансированию эмитент), на наш взгляд, будет зависеть аппетит инвесторов к высокодоходным бумагам 3-го эшелона.

Также сообщаем, что выпуск облигаций **МДМ-3** вчера был включен в Ломбардный список ЦБ. Правда, коэффициент дисконта пока не определен.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

На рынке распространилась информация об ориентирах по доходности рублевых выпусков банков **РСХБ** и **ВТБ 24**, предлагаемых с годовой офертой. Price-talk обозначен на уровне NDF+180бп – на сегодняшнее утро это соответствует доходности на уровне 8.77%. Кажется, что это очень привлекательное предложение, учитывая, что короткий выпуск **РСХБ** торгуется с доходностью 8.2%. При этом еврооблигации РСХБ сейчас стоят со спредами к свопам в пределах 100бп. Вместе с тем, по нашим сведениям, **CDS** на РСХБ сейчас торгуются вблизи 180бп – вероятно, это более ликвидный ориентир по сравнению с еврооблигациями. Если это так, то в принципе премия в новых рублевых выпусках может быть не столь очевидной. Для тех же, кто не имеет доступа к CDS, участие в этих размещениях, пожалуй, имело бы смысл.

Информанты сообщают, что вчера завершилось размещение дебютных рублевых CLN компании **КрасЭйр** общим объемом 3 млрд. рублей. Ставка купона составила 11.8%. Учитывая достаточно скудную информацию о выпуске и не очень привлекательный по нынешним временам купон, мы полагаем, что речь идет о «клубном» размещении.

ММК (Ba2/BB) купил 10.75% акций Белона (NR), планирует наращивать долю

Аналитики: Михаил Галкин, e-mail: mikhail.galkin@mdmbank.com

Магнитогорский металлургический комбинат сообщил вчера, что приобрел 10.75% акций группы компаний Белон – производителя угольного концентрата и металлотрейдера. В официальном сообщении ММК указывается, что комбинат в дальнейшем рассмотрит возможность увеличения своей доли в Белоне. Как сообщает агентство Интерфакс со ссылкой на представителя ММК, «в перспективе не исключено получение контроля над угольной компанией».

При этом газета Коммерсантъ со ссылкой на основного владельца и главу Белона Андрея Доброва сообщает, что «в ближайшие годы контрольный пакет компании точно продан не будет».

Тем не менее, несмотря на последний нюанс, мы считаем новость безусловно позитивной для кредиторов Белона. На наш взгляд, не столь важно, готов ли основной акционер Белона уступить контроль, ведь в стресс-сценарии его позиция может существенно измениться. Важно, что Магнитогорский комбинат потенциально готов купить этот актив.

Интерес ММК к Белону, безусловно, создает определенный комфорт для держателей облигаций угольной компании. Ведь в последние полтора-два года Белон очень агрессивно развивается, увеличивая долговую нагрузку (Долг/EBITDA $\approx$ 6х по итогам 2006 г., в 2007 г. вероятен рост этого показателя).

Мы полагаем, что в ближайшее время облигации Белона могут обоснованно демонстрировать динамику «лучше рынка». Спрэд облигаций Белон-2 к 1-му выпуску более сильной с точки зрения самостоятельных кредитных характеристик угольно-металлургической группы КОКС сейчас составляет около 60бп и потенциально может сузиться (не обязательно за счет снижения доходности Белон-2).

Холидей (NR) и Кора (NR) согласовали условия слияния

Аналитики: Михаил Галкин, e-mail: mikhail.galkin@mdmbank.com

Условия сделки будут раскрыты после ее юридического оформления, сообщило вчера агентство Интерфакс со ссылкой на представителей двух компаний. Вместе с тем, Ведомости сообщают, что примерно по 20% объединенной компании по итогам сделки окажется у группы Ренова и владельцев Кору. Кроме того, акционеры Кору получают денежную компенсацию в размере около 70 млн. долл.

Последняя деталь (выплата денежной компенсации) вряд ли обрадует держателей облигаций Холидея, ведь она, вероятно, будет произведена с баланса торговой сети и приведет к увеличению долговой нагрузки компании.

В связи с этим, говорить о позитивном кредитном эффекте слияния пока по меньшей мере преждевременно. Определенный комфорт инвесторам может обеспечить лишь рассуждение о том, что акционеры (в первую очередь Ренова) вряд ли оставят эту многообещающую «equity-story» без поддержки, особенно на фоне укрупнения сети.

Если подводить итог, то, в отсутствие деталей сделки, а также учитывая конъюнктуру рынка, мы не видим повода рассчитывать на сужение спреда облигаций Холидея (14.7%). До закрытия сделки даже покупки в облигациях Кору (16.0%) вряд ли были бы обоснованы.



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.