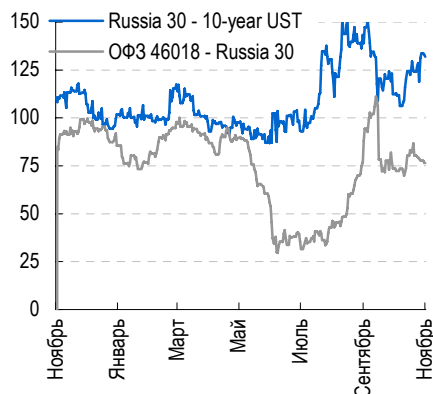


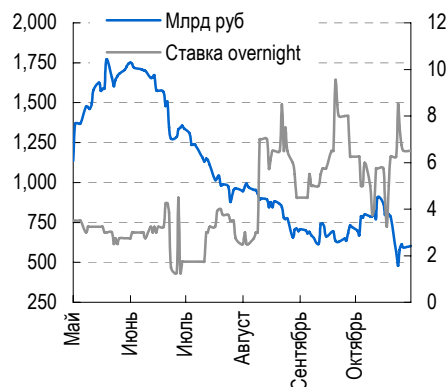
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 6 ноября 2007 г.

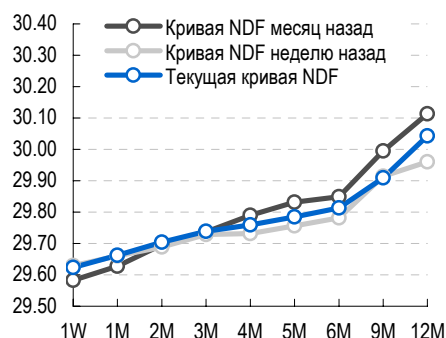
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)
8 ноя	Размещение руб. обл. Таттелеком-4
8 ноя	Размещение руб. обл. Иркутская Обл-5
9 ноя	Индекс цен на импорт в США
13 ноя	Размещение руб. обл. ИвановскаяОбл-1
13 ноя	Статистика по рынку жилья в США
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
21 ноя	Аукцион ОФЗ 46021 (RUB 3 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- На рынке **US Treasuries** продолжает штормить. Российский сегмент демонстрирует привычную ценовую стабильность. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Размещаемый завтра выпуск **ОФЗ 25061** уже «выбивается» из общей кривой госбумаг. О новом купоне по **Зенит-3** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **ЦентрТелеком (NR/B+/B): отличные результаты за 9 мес. 2007 г.** (стр. 3)
- **Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) в результате размещения допэмиссии акций привлекла в капитал 109 млн. долл.** (Источник: Интерфакс). Успешное завершение SPO, безусловно, позволит укрепить баланс Аптечной сети и снизить риски рефинансирования. Компания доказала, что даже в относительно сложных рыночных условиях может привлекать дополнительный капитал. Мы полагаем, что после этой сделки облигации Аптечной сети (12.5% к офerte в июле 2008 г.) перестали выглядеть переоцененными. Напомним, что, помимо продажи акций собственно Аптечной сети, еще одним источником ликвидности для компании может стать продажа пакета акций Верофарма.
- **Вкратце: Норильский Никель (Baa2/BBB-/BBB-) может выделить энергоактивы, в т.ч. ОГК-3 (NR).** (Источник: Коммерсантъ). Насколько мы понимаем, схема выделения еще не определена. Состоится ли сделка, тоже пока неясно. Так или иначе, мы не видим никаких серьезных «кредитных» последствий подобной сделки для Норникеля. В случае с ОГК-3, потеря сильного акционера может негативно отразиться на кредитоспособности в долгосрочном периоде. Однако облигации ОГК-3 (6.87%) имеют очень короткую дюрацию, а сама компания после крупной допэмиссии акций располагает излишней ликвидностью.
- **Вкратце: Макси-групп (NR) привлечет обеспеченный кредит от SocGen на 26 млн. евро** (Источник: Интерфакс). Эта новость может приободить держателей облигаций группы, не воспользовавшихся недавней офertой. На наш взгляд, выходом из текущей ситуации «финансового стресса», в которой оказалась Макси, может стать продажа акций (подробнее см. комментарий от 31 октября).
- **Вкратце: Fitch присвоило холдингу Связьинвестнефтехим рейтинг на уровне BB+/Стабильный.** Еврооблигации холдинга (SINEK 2015_12) торгуются «на кривой» VIP/MOBTEL, с небольшой премией к ALROSA 14.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.34	+0.02	-0.30	-0.36
EMBI+ Spread, бп	208	+2	+14	+39
EMBI+ Russia Spread, бп	139	0	+20	+43
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.02	-0.09	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	0	-0.07	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	498.9	+7.2	-26.9	-167.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	104.8	+4.2	-90.0	-9.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-153.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.13	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.63	0	+0.01	-0.47
Нефть (брент), USD/барр.	90.5	-1.6	+11.6	+29.8
Индекс РТС	2228	+8	+113	+318

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

На рынке **US Treasuries** продолжает «штормить». Доходности двигаются то в одну, то в другую сторону. В пятницу в США вышли неожиданно сильные данные по занятости (**Payrolls**). Однако доходности **UST** росли лишь несколько минут, т.к. пересмотр рекомендаций по акциям банка **Merrill Lynch** (коллегами из **Deutsche**) спровоцировал очередную волну «**risk aversion**». Доходность **10-летних Treasuries** снизилась до 4.29% – минимального значения с января прошлого года. Оставшуюся часть пятницы и в понедельник доходности **UST** медленно корректировались вверх. Поводами для этого стали сильный индекс **ISM Non-manufacturing**, а также выступление чиновника **ФРС**, говорившего о возможном возвращении **FED RATE** на более высокие уровни.

Спрэд **EMBI+** за два дня расширился на 10 бп и сейчас составляет 208 бп. Из наиболее интересных событий в этом сегменте стоит отметить продажи **венесуэльских еврооблигаций** на новостях о размещении двух новых траншей общим объемом **USD1.5 млрд.**

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.66%) почти не меняются, поэтому колебания на рынке **US Treasuries** практически полностью транслируются в волатильность спреда **RUSSIA 30 – UST 10**. Сейчас этот спред составляет чуть более 130 бп. Корпоративный сектор в пятницу был малоактивен, мы отметили лишь небольшие продажи в выпусках **TMENRU 18** (YTM 8.05%) и **GAZPRU 37** (YTM 6.80%). Кстати, размещенный недавно выпуск Газпрома в евро (**GAZPRU 18E**) все еще торгуется над основной кривой эмитента, поэтому может быть интересен для покупки.

Сегодня в США не ожидается никакой статистики. А вот среда, четверг и пятница будут наполнены достаточно большим количеством разнообразных экономических данных.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Киев (B2/B) намерен в ближайшее время разместить еврооблигации (индикативный объем – 300 млн. долл.), роад-шоу запланировано на ноябрь (Источник: BondRadar). Новость может оказать негативное влияние на котировки обращающихся выпусков Киева (CITKIE '08, '11, '15).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

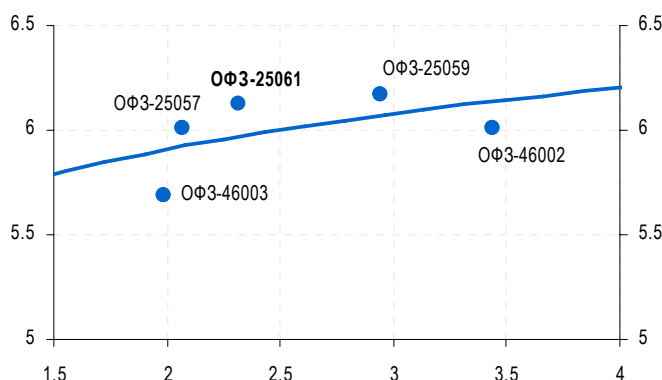
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация на денежном рынке постепенно улучшается. Сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ сегодня составляет около 604 млрд. рублей (+11.4 млрд. к пятнице). Банки продолжают рефинансироваться в ЦБ с помощью прямого репо (156.3 млрд. рублей), но уже отказались от валютного свопа с ЦБ, т.к. рыночные ставки overnight не превышают 7%. То, насколько быстро улучшится конъюнктура денежного рынка, сейчас зависит в первую очередь от скорости поступления в систему бюджетных средств.

Активность в рублевых облигациях в пятницу была достаточно низкой. В корпоративном сегменте рост цен приостановился. Более того, фиксация прибыли привела к снижению котировок отдельных выпусков на 10-15бп. В сегменте **ОФЗ** существенных изменений не произошло.

НОВЫЕ КУПОНЫ

Завтра Минфин намерен провести доразмещение облигаций **ОФЗ 25061** (YTM 6.12%) на 5 млрд. рублей. Мы полагаем, что инвесторы проявят интерес к аукциону, так как этот выпуск сейчас несколько выбивается из общей кривой доходности госбумаг:



В пятницу были объявлены новые купоны по ряду выпусков:

- **ПТПА-1** (УТР 10.61%) – 12.5% и новая годовая оферта;
- **Газбанк-1** (УТР 10.52%) – 10.5% до погашения;
- **Банк Зенит-3** (УТР 8.03%) – 9.5% на полгода.

К сожалению, первые два выпуска не очень ликвидны в силу своего небольшого объема (500 млн. рублей и 750 млн., соответственно). Предложенный купон по облигациям **Зенит-3** выглядит адекватно на фоне сопоставимого по дюрации выпуска **Зенит-4**. Однако, с точки зрения спрэдов к свопам, оба эти выпуска сильно проигрывают по привлекательности еврооблигациям **ZENIT 09** (9.4%), а также большому числу выпусков российских банков с сопоставимыми рейтингами (Moody's Ba3, Fitch B).

ЦентрТелеком (NR/B+/B): отличные результаты за 9 месяцев 2007 г.

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

По итогам отчетного периода ЦентрТелеком продолжает удерживать рекордные показатели рентабельности (EBITDA margin 41%). Рост операционного денежного потока в сочетании с достаточно сдержанной инвестиционной политикой позволяет компании сокращать объем долга в абсолютном выражении. Все это обеспечивает стремительное улучшение показателей долговой нагрузки: соотношение «Долг без лизинга/EBITDA годовая» по итогам 3-го квартала составило 1.4x против 2.0x на начало 2007 г.

Мы предполагаем, что такая динамика финансовых показателей дает основания рассчитывать на скорое повышение рейтингов ЦентрТелекома (в первую очередь – агентством Fitch).

Что же касается облигаций компании, то они торгуются на «основной» кривой доходности МРК Связьинвеста и по этой причине не кажутся нам привлекательными. Наиболее интересными в этом сегменте мы по-прежнему считаем облигации ЮТК, торгующиеся с премией к основной кривой на уровне 45-60бп.

Ключевые финансовые показатели ОАО «ЦентрТелеком», РСБУ

Млн. руб.	2006 г. РСБУ	6М2007 г. РСБУ	6М 2007 г. МСФО	9М 2007 г. РСБУ
Выручка	28 395	15 754	16 331	23 781
EBITDA (сверху вниз, т.е. как OIBDA)	10 950	6 454	5 797	9 776
Чистая прибыль	2 048	1 774	1 294	3 158
Финансовый долг (по РСБУ без лизинга)	21 321	19 048	19 938	18 058
Собственный капитал	17 245	18 498	11 275	19 883
Ключевые коэффициенты				
EBITDA margin	38%	41%	35%	41%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	2.0	1.5	1.7	1.4
Финансовый долг/ Собственный капитал	1.2	1.0	1.8	0.9

Источник: данные компании, 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	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Селов	Dmitry.Selov@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 Ремеников	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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.

