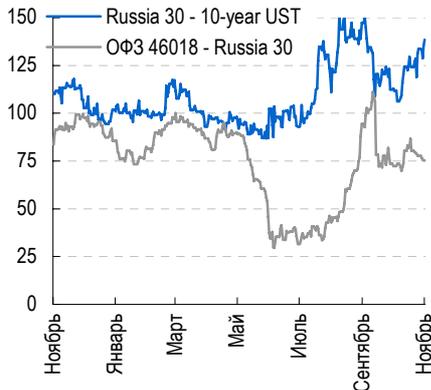
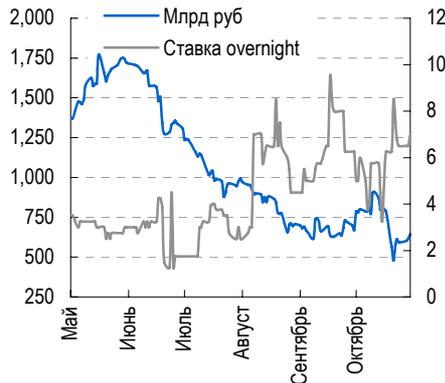


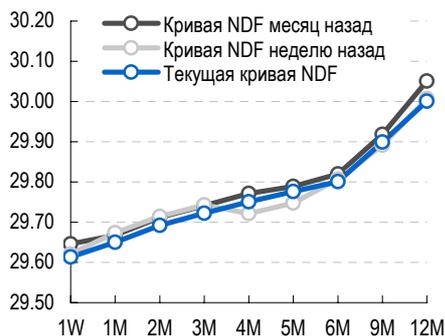
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

8 ноя	Размещение руб. обл. Таттелеком-4
8 ноя	Размещение руб. обл. Иркутская Обл-5
9 ноя	Индекс цен на импорт в США
12 ноя	Размещение еврообл. ФСК
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 6 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- Плохие новости из США усиливают тенденцию «бегства к качеству». Размещение Украины стало отличной возможностью заработать (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- О неожиданных итогах доразмещения ОФЗ 25061, сегодняшнем аукционе ИркОбл-5 и идее конвертации Стабфонда на открытом рынке. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Таттелеком (NR): комментарий к размещению (стр. 4).
- ИжАвто (NR): удовлетворительные итоги 3-го квартала по РСБУ (стр. 5).
- Вкратце: Совладелец Седьмого Континента (NR) А.Занадворов сегодня выкупит долю партнера в компании почти за 1 млрд. долл., профинансировав сделку за счет кредитов. Через несколько месяцев часть акций 7К будет продана альянсу фондов TPG и Goldman Sachs Private Equity (Источник: Коммерсантъ). Напомним, что 2 ноября Ведомости уже сообщали о сделке между ключевыми бенефициарами 7К, но при этом указывали, что сделка с TPG «расстроилась». В данном случае продажа А.Занадворовым акций сети становится «критичным» вопросом для кредиторов, т.к. в противном случае у основного акционера останется высокая долговая нагрузка, что несколько ухудшит кредитный профиль компании. Облигации 7К (8.7%) пока практически никак не реагируют на поток новостей о вероятных сделках с акциями.
- Вкратце: Группа ЧТПЗ раскрыла своих конечных бенефициаров. Сенатор А.Комаров и председатель совета директоров ЧТПЗ А.Федоров контролируют 76% акций компании (Источник: Интерфакс). Увеличение прозрачности всегда приятно инвесторам. Однако котировки облигаций ЧТПЗ (7.92%), вероятно, никак не отреагируют на новости.

- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) подвела предварительные итоги за 9 мес. 2007 г. Выручка компании достигла 592 млн. долл. (+71%), при этом в течение июля-сентября 36.6 приобрела 9 небольших региональных сетей. Мы воспринимаем эти новости нейтрально с кредитной точки зрения. Ключевым позитивным событием стала недавняя допэмиссия акций (привлечено 109 млн. долл.). На наш взгляд, облигации 36.6 сейчас оценены справедливо (12.65%).

- Вкратце: S&P повысило рейтинг Банка Союз на 1 ступень до «В»

- Вкратце: Moody's присвоило Renova Holding рейтинг «Ва2/Стабильный»

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.31	-0.07	-0.33	-0.39
EMBI+ Spread, бп	211	+7	+17	+42
EMBI+ Russia Spread, бп	138	+3	+19	+42
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.01	-0.10	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.07	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	537.8	+23.7	+58.3	-128.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	106.8	+3.5	-85.5	-7.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-139.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.1	+0.18	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.02	0	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	93.2	-0.1	+16.6	+32.5
Индекс РТС	2281	+12	+151	+371

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Поток новостей из США дает все больше поводов для «бегства к качеству», т.е. продажи акций или рискованных облигаций и покупки **US Treasuries**. Вчера о крупных убытках сообщил концерн **General Motors**. Плохие новости об ущербе от ипотечного кризиса пришли из **Morgan Stanley** и **Merrill Lynch**. Кроме того, появились слухи о начатом расследовании деятельности государственных ипотечных агентств **Fannie Mae** и **Freddie Mac** – якобы те помогали ипотечным брокерам «раздуть пузырь» цен на недвижимость. Чиновник ФРС **Уильям Пул** заявил вчера, что вполне возможно дальнейшее снижение **FED RATE**. На этом фоне неплохая экономическая статистика была просто проигнорирована. По итогам вчерашнего дня индекс **Dow Jones** потерял 2.71%, а доходность **10-летних UST** снизилась за день на 8-9бп до 4.29-4.30%. В 2-летних UST снижение доходностей было еще более драматичным – минус 16.5бп! (3.54%).

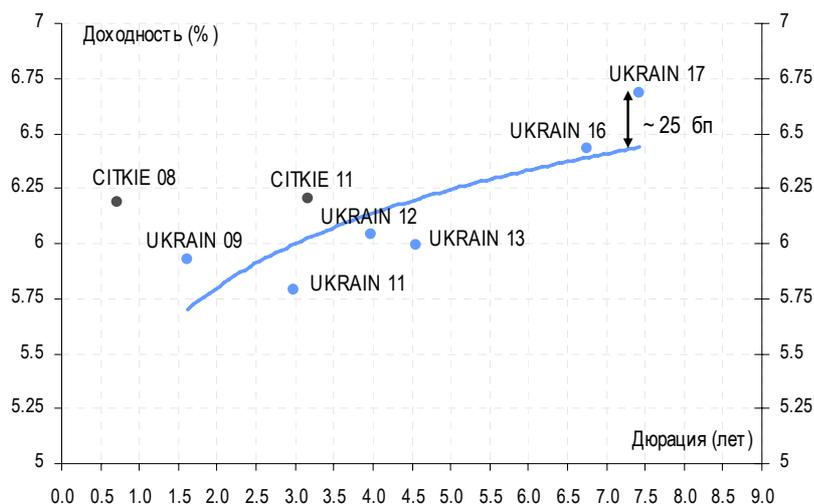
В сегменте **Emerging Markets** активизируются продажи: выпуск **Brazil 40** (YTM 8.06%) вчера потерял в цене 1/2 пп., а **VENZ 34** (YTM 8.84%) - более 2 пп. Спрэд **EMBI+** расширился на 7 бп до 211бп. «Лучше рынка» вчера выглядели облигации Турции и России.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) продолжают демонстрировать завидную стабильность. При этом спрэд к 10-летним **Treasuries** расширился до 136-138бп. В корпоративном секторе сделок мало – инвесторы опасаются принимать решения в такой нестабильный период. Наиболее ликвидные бумаги понемногу теряют в цене – котировки **GAZPRU37** (YTM 6.87%) вчера снизились на 3/8.

Сегодня мы не ждем позитива – котировки акций в **Азии** падают, а доходности **UST** остаются на рекордно низких уровнях.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Украина (B1/B-/B-) вчера успешно разместила вчера 10-летние суверенные еврооблигации на 700 млн. долл. Размещение прошло фактически в течение одного дня по нижней границе объявленного ориентира (6.75%-6.875%). По нашим оценкам, размещение прошло с премией примерно в 40бп к чуть более короткому **UKRAIN 16** (YTM 6.43%). На наш взгляд, даже после роста котировок нового выпуска (сейчас он торгуется примерно по 100 ½) и продаж в «старых» облигациях Украины, **UKRAIN 17** все еще смотрится привлекательно (диаграмма отражает положение облигаций на сегодняшнее утро):



Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашнее доразмещение облигаций **ОФЗ 25061** преподнесло сюрприз – оно прошло с дисконтом ко вторичному рынку. Средневзвешенная доходность по итогам аукциона составила 6.05%, тогда как днем ранее выпуск торговался на уровне 6.13%. Размещен был весь объем (5 млрд. руб.), при этом спрос составил около 19.2 млрд. Мы, конечно, предполагали, что аукцион вызовет интерес у инвесторов (выпуск объективно выбивался из кривой), но не ожидали такого исхода. После доразмещения закономерно выросли в цене и другие среднесрочные выпуски – **ОФЗ 25057** (+12бп; УТМ 6.01%), **ОФЗ 25059** (+10бп; УТМ 6.14%).

В корпоративном секторе сохраняется «статус-кво»: из-за довольно высоких ставок overnight (вчера около 7.0-7.5%) у рынка нет сил для роста. С другой стороны, инвесторы не спешат с продажами, а просто снижают торговую активность, рассчитывая на улучшение ситуации с ликвидностью в ближайшем будущем. Поэтому котировки большинства выпусков либо не меняются, либо медленно сползают вниз.

Зампред ЦБ К.Корищенко сообщил вчера, что власти обсуждают идею конвертации рублевых средств **Стабфонда** в валюту на открытом рынке, а не «внутри» ЦБ (как это делается сейчас). Безусловно, остается много вопросов относительно того, кто будет технически осуществлять эти сделки. Если тот же ЦБ, то как он будет совмещать эту функцию со своей политикой «коридорного» регулирования курса национальной валюты к бивалютной корзине? Так или иначе, очевидно, что переход к конвертации на открытом рынке может способствовать ослаблению рубля. В этом плане удивляет, что вчера рубль укрепился к бивалютной корзине на 1 коп. до «бида» ЦБ, и регулятор купил порядка 1.0-1.2 млрд. долл. (оценки наших дилеров). Кстати, если интересно, то, по нашим оценкам, среднемесячные потребности **Стабфонда** в валюте составляют около 5 млрд. долл. (см. табл.).

Таблица 1. Объем поступлений в Стабфонд, млрд. рублей

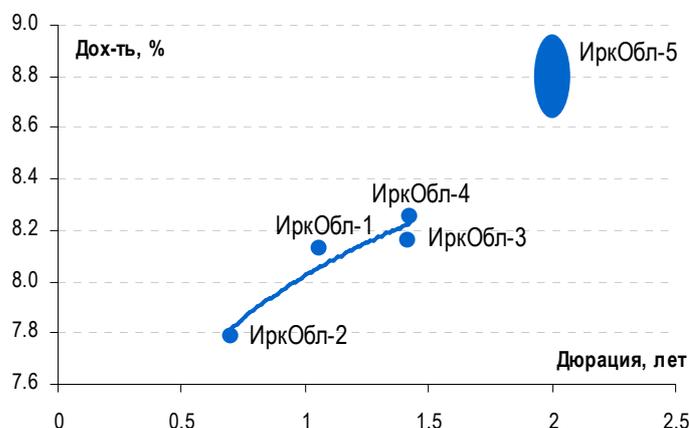
	Зачисление остатков средств бюджета	Доходы от НДПИ и вывозной пошлины
2005	217	1171
2006	48	1558
2007, январь	157	145
2007, март	-	105
2007, апрель	-	108
2007, май	-	105
2007, июнь	-	119
2007, июль	-	131
2007, август	-	142
2007, сентябрь	-	144
2007, октябрь	-	149

Источник: МинФин

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

Сегодня состоится размещение облигаций **Иркутской области (В+) 5-й серии**. По нашим расчетам, дюрация выпуска составит около 2 лет – это будут самые длинные облигации на кривой области. Организатор ориентирует рынок на доходность 8.75-9.25%, что соответствует спреду к ОФЗ на уровне 220-270бп. Мы полагаем, что даже по нижней границе облигации привлекательны для покупки – спред обращающихся выпусков Иркутской области к ОФЗ составляет в среднем около 200бп. Кроме того, новый выпуск со временем с высокой вероятностью попадет в Ломбардный список («старые» уже там).

В заключение отмечаем, что вчера же по выпуску **КААД-2** (УТР 11.81%) на уровне 11% была установлена ставка последнего купона. Это соответствует доходности к погашению через полгода на уровне 11.24% (исходя из цены 100.0% от номинала). Возможно, это справедливая доходность за данный риск (рейтинги East Line Caa1/B-). В то же время, на наш взгляд, сейчас на рынке есть много более интересных предложений с сопоставимой доходностью, в т.ч. среди выпусков, «репуюемых» в ЦБ.



Таттелеком(NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение четвертого облигационного займа ОАО «Таттелеком» объемом 1.5 млрд. рублей с годовой офертой. Облигации будут размещаться через котировальный лист «В».

ОАО «Таттелеком», по сути, представляет собой монопольного оператора фиксированной связи в Республике Татарстан (доля рынка 73%). В отличие от других региональных операторов, Таттелеком независим от холдинга «Связьинвест». Отличительной особенностью Таттелекома является высокий уровень цифровизации – 84%, который в ближайшее время планируется довести до 100% (у большинства МРК он не превышает 60%). В структуре выручки более 10% приходится на доходы от «новых» услуг (широкополосный доступ в Интернет, IPTV и др.), тарифы на которые не регулируются государством. В 2006 г. компания объединилась с ОАО «Казанская ГТС». Ключевым бенефициаром компании фактически является правительство республики Татарстан (87.2%). Еще 10% акций Таттелекома образуют «free-float» (торгуются в РТС и ММВБ).

На наш взгляд, кредитный профиль Таттелекома, по сути, мало чем отличается от профиля «дочек» Связьинвеста в части рисков регулирования, показателей рентабельности, долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА в пределах 1.5x), информационной открытости или перспектив приватизации. Даже с точки зрения госконтроля и господдержки компании очень похожи. Единственным отличием являются сравнительно небольшие размеры Таттелекома.

На наш взгляд, облигации Таттелекома должны предложить премию к «условно самой слабой дочке» Связьинвеста – ЮТК – на уровне 100бп. Помимо платы за дебют в непростой конъюнктуре, эта премия отражает отсутствие у Таттелекома кредитных рейтингов и, соответственно, шансов на скорое попадание в Ломбардный список ЦБ (у ЮТК есть и рейтинги, и шансы). Исходя из этого, справедливой мы считаем доходность облигаций Таттелекома на уровне 9.75%. В связи с этим, ориентиры организаторов займа (купон 10% или более) кажутся нам привлекательными.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Таттелеком» и ряда МРК								
Млн. руб.	Таттелеком 2005 г. РСБУ	Таттелеком 2006 г. РСБУ	Таттелеком 2006 г. МСФО	Таттелеком 6М2007 г. РСБУ	Волгателеком 6М 2007 г. РСБУ	Сибирьтелеком 6М 2007 г. РСБУ	С-З Телеком 6М 2007 г. РСБУ	ЮТК 6М 2007 г. РСБУ
Выручка	3 035	3 817	3 896	2 392	12 249	12 866	11 601	9 622
ЕБИТДА	913	1 469	1 453	821	4 526	4 806	4 682	3 757
Чистая прибыль	419	700	675	379	1 665	2 069	2 075	1 067
Финансовый долг	1 054	1 430	1 475	1 746	10 836	15 294	10 220	19 684
Собственный капитал	2 455	3 821	4 480	3 989	19 173	13 843	19 680	14 444
Ключевые показатели								
Рентабельность ЕБИТДА	30%	38%	37%	34%	37%	37%	40%	39%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.6	1.1	2.6
Долг/ Собственный капитал	0.4	0.4	0.3	0.4	0.56	1.1	0.5	1.4

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка;

ИжАвто (NR): удовлетворительные результаты за 9 месяцев 2007 г.

Аналитики: Михаил Галкин, Мария Радченко e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

По итогам 9 мес. 2007 г., выручка компании составила 16.6 млрд. руб., что примерно на 22% превышает показатель за аналогичный период прошлого года. Эти цифры отражают динамику объемов продаж, а объемы производства растут еще быстрее. Так, за январь-август на заводе ИжАвто произведено 57.8 тыс. автомобилей (+36% без учета «стоимостного» фактора).

Операционная рентабельность в 3-м квартале была чуть выше по сравнению с 1-м полугодием, в результате чего показатель ЕБИТДА margin вырос до 6.0%. Тем не менее, мы не ожидаем дальнейшего роста рентабельности Иж-Авто: высокий уровень конкуренции и быстрое укрепление рубля к доллару ограничивают возможности компании по повышению отпускных цен на автомобили. При этом слабые переговорные позиции в отношениях с крупнейшим партнером – корейским концерном Kia – также не позволяют надеяться на улучшение условий поставки и сборки автокомплектов.

Долговая нагрузка компании остается достаточно высокой: на уровне 7.6x в терминах «Долг/ЕБИТДА» и 5.8x – в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» (компания сохраняет большой объем денежных средств на балансе). Следует понимать, что столь высокая нагрузка вызвана в первую очередь возросшими потребностями ИжАвто в оборотном капитале. Так, объем запасов компании с начала 2007 г. вырос более чем на 3 млрд. руб. (с 1.9 до 5.4 млрд.). ИжАвто имеет возможность финансировать значительную часть оборотного капитала (в первую очередь – закупку автокомплектов) за счет достаточно дешевых аккредитивов от Kia Motors. Эта часть долга не оказывает существенного влияния на объем доступных лимитов в российских банках.

Мы нейтрально относимся к облигациям ИжАвто (УТР 12.3%) на текущих уровнях.

Ключевые финансовые показатели ОАО «ИжАвто», РСБУ			
Млн.руб.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.
Выручка	18 144	10 412	16 557
ЕБИТДА	1 280	615	986
Чистая прибыль	274	101	171
Финансовый долг	6 891	10 616	9 977
Чистый долг	3 964	8 553	7 580
Собственный капитал	3 845	3 849	3 897
Ключевые показатели			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	7.1%	5.9%	6.0%
ЕБИТДА/проценты (x)	3.5	1.7	1.7
Долг/ЕБИТДА годовая (x)	5.4	8.6	7.6
Чистый долг/ЕБИТДА годовая (x)	3.1	6.9	5.8
Чистый долг/Собственный капитал	1.0	2.2	1.9

Источник: данные компании, оценки 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 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, 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.

