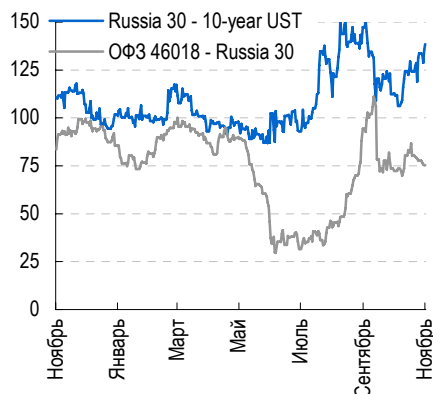


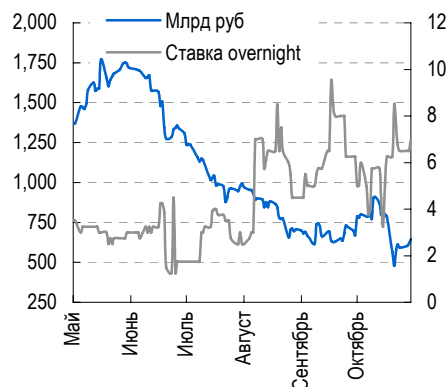
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 9 ноября 2007 г.

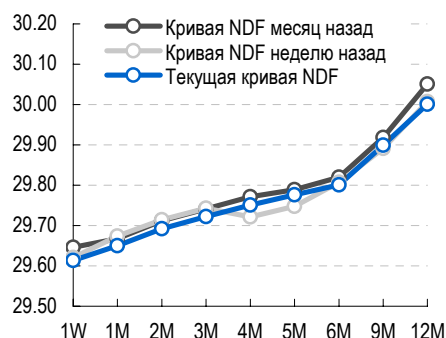
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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

- Доходности **UST** обновляют минимумы. Сегодня вероятно коррекция, но история «бегства к качеству» еще не закончилась. Спрэды **TMENRU** будут сужаться (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Сегодня на **корсчетах** появится еще около 50 млрд. руб. Это должно помочь разрядить ситуацию с ликвидностью. О прошедших размещениях (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Вкратце: Moody's присвоило АИЖК рейтинги эмитента на уровнях Baa2 и A3** по глобальной шкале в иностранной и национальной валютах, соответственно, а также рейтинг **Aaa.ru** по национальной шкале. Насколько мы поняли из беседы с аналитиком Moody's, фактически АИЖК помещена на один уровень с такими финансовыми институтами как РСХБ и Газпромбанк, т.е. чуть ниже Сбербанка и ВТБ. Мы считаем, что появление рейтинга будет способствовать росту интереса иностранных инвесторов к бумагам АИЖК, поэтому ожидаем, что сегодняшняя новость поддержит котировки облигаций агентства.
- Вкратце: Макси-Групп (NR) надеется распродать часть своих активов в ближайшие дни** (Источник: Коммерсантъ). Мы полагаем, что такие действия снижают риск дефолта по обращающимся облигациям Макси. Тем не менее, этот риск по-прежнему остается высоким. Мы не считаем облигации Макси привлекательными на текущих уровнях (20% к оферте в марте 2008 г.).
- Вкратце: Л'Этуаль (NR) является одним из основных претендентов на покупку крупной питерской сети** (Источник: Коммерсантъ). Мы не знаем ни суммы потенциальной сделки, ни ее возможной структуры. Мы предполагаем, что такая покупка (если она и произойдет) будет скорее финансироваться за счет средств акционера Л'Этуаль, т.е. не ухудшит кредитных характеристик компании. О последних изменениях в Л'Этуаль см. наш кредитный обзор от 23 октября. Ликвидность в облигациях компании минимальна в связи с близостью оферты.
- Вкратце: НГК Итера (NR) планирует продать свои нефтяные активы и опубликовать отчетность по МСФО за 2006 г. в ближайшие месяцы.** Кроме того, компания ожидает роста чистой прибыли в 2007 г. на 40%. Обо всем этом Итера сообщила на презентации своего 2-го облигационного займа, на которой мы присутствовали. Мы считаем эти новости позитивными для кредиторов Итеры. Желая приобрести данный риск мы рекомендуем дождаться размещения 2-го займа, где с высокой вероятностью будет предложена премия.

ДРУГИЕ НОВОСТИ И КОММЕНТАРИИ (стр. 3)

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

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

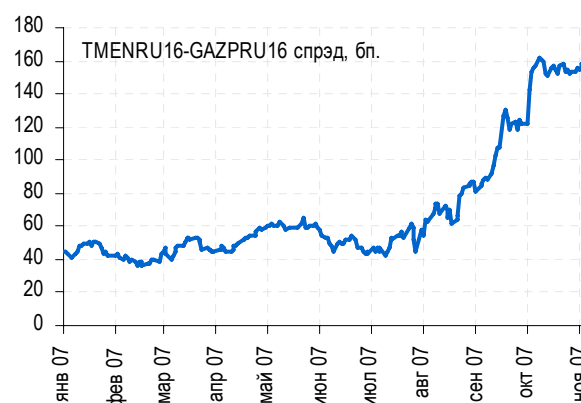
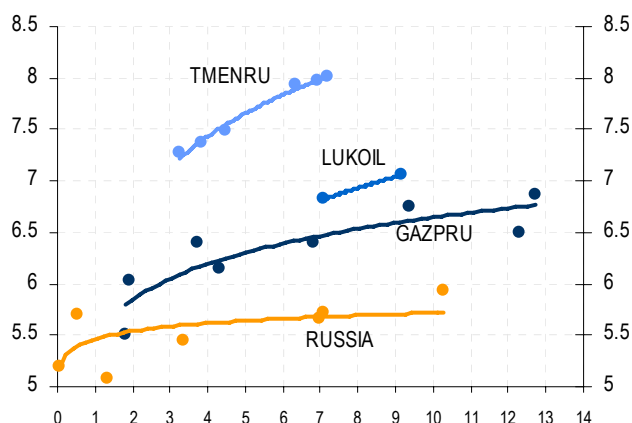
Рынок еврооблигаций

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

Большую часть вчерашнего дня доходности **US Treasuries** снижались. Поводов было немало: это и падение на рынке акций, и слабая статистика по розничным продажам, и ажиотажный спрос на аукционе по доразмещению **30-летних UST**. В течение дня **10-летние UST** обновили двухлетние минимумы доходностей (4.26%). Однако вскоре после выступления главы **ФРС** в Конгрессе, в ходе которого он высказал мнение, что рецессия США не грозит, акции скорректировались вверх, а за ними последовали и доходности **UST** (10yr 4.29%; 2yr 3.50%).

В сегменте **Emerging Markets** продолжаются продажи. Спрэд **EMBI+** расширился еще на 9bp и достиг 220bp. На этом фоне стоит в очередной раз сделать комплимент российскому бенчмарку - котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.66%) четвертый день подряд почти не меняются (112 7/8). В корпоративном сегменте большинство бумаг потеряли в цене. Исключением стали только выпуски **ТНК-ВР** – мы видели покупки вдоль всей кривой, котировки **TMENRU 18** (YTM 7.91%) выросли на $\frac{3}{4}$ пп, **TMENRU 16** (YTM 7.84) – на $\frac{1}{2}$. Поводом послужили слухи о возможном вхождении **Газпрома** в капитал этой нефтяной компании. В качестве аргументов агентство **Reuters** приводят подозрительно частые встречи глав **ВР** и **Газпрома**, а также скорое окончание моратория на продажу акций **ТНК-ВР** российскими акционерами. Безусловно, для **ВР** появление **Газпрома** в числе партнеров в этом активе было бы очень кстати, т.к. позволило бы рассчитывать на большую благосклонность регуляторов.

Мы считаем, что еврооблигации **ТНК-ВР** очевидно недооценены. Даже если слухи о появлении **Газпрома** в капитале **ТНК-ВР** не материализуются, мы считаем, что бонды **TMENRU** будут сужать спрэды к кривой **Газпрома** (дистанция – около 150 bp) и **ЛУКОЙЛа** (дистанция – около 120 bp). На наш взгляд, причиной масштабного расширения спрэдов **TMENRU** в последние месяцы стал большой объем новых выпусков, размещенных компанией в 2007 г. (4 транша на 3 млрд. долл.). Насколько мы понимаем, **ТНК-ВР** удовлетворила свои потребности в рефинансировании коротких долгов и поэтому не будет выходить на рынок в краткосрочной перспективе. Мы вчера нашли подтверждение этому в беседе с представителем компании. Поэтому, на наш взгляд, покупка выпусков **TMENRU** с одновременной продажей **GAZPRU** или **LUKOIL** должна стать достаточно безопасной и прибыльной торговой стратегией:



Сегодня, по всей видимости, нас ожидает небольшая коррекция в **US Treasuries**. Под конец недели многие инвесторы захотят зафиксировать прибыль, фондовые рынки немного успокоятся. Из экономической статистики в США сегодня публикуются лишь **индекс цен на импорт и торговый баланс**.

В более долгосрочном периоде мы, впрочем, не исключаем продолжения «бегства к качеству»: участники рынка активно обсуждают новость об изменении правил финансовой отчетности **FASB**, согласно которым компании могут самостоятельно оценивать стоимость своих активов. Сейчас для вычисления стоимости

наиболее сложных для оценки активов (т.н. «3-го уровня») компании могут пользоваться собственными моделями оценки. Теперь же ситуация изменится – **FASB** отменяет это правило. В таком случае активы придется оценивать рыночно – а это может привести к весьма серьезному падению цен и усугублению кризиса. По данным некоторых аналитиков, текущий объем активов 3-го уровня у крупнейших инвестбанков составляет 150-200% их капитала. Списание даже небольшой части таких средств может вызвать серьезный резонанс.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Банк Развития Казахстана (A2/BBB-/BBB) предпочел отложить запланированное размещение 10-летних евробондов на неопределенный срок в связи с неблагоприятными рыночными условиями (Источник: BondRadar).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На рублевом долговом рынке вчера ничего не изменилось. В сегменте **ОФЗ** прошли небольшие обороты с минимальными изменениями цен. В корпоративном сегменте продавцы сдвинули цены облигаций 1-го эшелона вниз еще на 10-15бп. Здесь, кстати, мы хотели бы обратить внимание на выпуск **РЖД-6** (-10бп; YTM 7.02%). С точки зрения «relative value», он выглядит недооцененным на фоне более длинного **РЖД-7** (YTM 6.95%). Во 2-м эшелоне примерно на 40бп упал в цене **ЮТК-5** (YTP 8.74%). Возможно, это связано с прошедшим вчера размещением **Таттелеком-4**. Свое мнение о «справедливом» относительном положении двух этих выпусков мы высказали вчера (см. комментарий по **Таттелекому**). В любом случае, на наш взгляд, сейчас более интересно смотреть на выпуск **ЮТК-4** (YTM 8.75%) – он короче **ЮТК-5**, но предлагает сравнимую доходность.

Возвращаясь к вчерашним размещениям, можно сказать, что они прошли достаточно успешно, с «переподпиской». Выпуск **Иркутская область-5** был размещен под 8.69%, т.е. ниже озвученных накануне ориентиров организатора. Доходность по облигациям **Таттелеком-4** сложилась в размере 10.12% к годовой ofercie. Напомним, справедливый уровень доходности этих бумаг мы оценивали около 9.75%. На наш взгляд, оба выпуска все еще выглядят привлекательно для покупки (см. вчерашние комментарии).

Несколько странная, на наш взгляд, ситуация складывается сейчас на денежном рынке: с начала ноября сумма корсчетов выросла на 76 млрд. рублей (в основном, благодаря продажам валюты в ЦБ), а ставки overnight по-прежнему около 7%. Причем банки несколько не сократили объем операций рефинансирования в ЦБ – объем прямого **РЕПО** вчера составил порядка 171.8 млрд. рублей. По оценкам наших дилеров, вчера банки продали еще порядка 2 млрд. долл. регулятору. Если все верно, то завтра мы увидим еще 50 млрд. руб. на корсчетах. Если и это не поможет денежному рынку немного расслабиться...

ОСТАЛЬНЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ И КОММЕНТАРИИ

Ленэнерго (NR) 14 ноября начнет размещение допэмиссии акций в пользу администрации Санкт-Петербурга. Акции будут оплачены денежными средствами в размере 3 млрд. руб. и имуществом стоимостью 5.7 млрд. руб. По итогам сделки Санкт-Петербургу будет принадлежать блокпакет (25%+1) акций Ленэнерго (Источник: Интерфакс). Мы воспринимаем новость как умеренно-позитивную для кредиторов компании, т.к. она позволит укрепить баланс Ленэнерго и усилит связь между компанией и администрацией города. Очевидно, что Санкт-Петербург по мере возможности будет оказывать поддержку своей электросетевой монополии (в т.ч. через тарифное регулирование). Вместе с тем, гигантские

потребности Ленэнерго в капвложениях и высокая вероятность роста долговой нагрузки не позволяют нам рекомендовать к покупке достаточно «дорогие» облигации компании (8.7%).

Банк Возрождение (Ваз) опубликовал нейтральные результаты за 3-й квартал 2007 г. Активы банка в течение июля-сентября выросли на 8% (+37% к началу года), превысив 100 млрд. руб. Капитализация находится на адекватном уровне: доля капитала в пассивах чуть выше 11%. Показатели процентной маржи и рентабельности в целом удовлетворительны (ROAE $\approx$ 20%). Они могли бы быть еще выше, если бы не большие расходы, направляемые на развитие банка (cost/income ratio 71%). Основным источником фондирования Возрождения по-прежнему остаются средства клиентов (около 85% пассивов), что особенно приятно в свете ухудшения конъюнктуры на «оптовых» (wholesale) рынках долгового капитала. Мы нейтрально относимся к облигациям банка на текущих уровнях (8.76%), даже с учетом того, что они вошли в Ломбардный список ЦБ.

Седьмой континент (NR) официально подтвердил информацию о консолидации **А.Занадворовым 100% акций «7К инвест-холдинг»**, владеющего 74% акций розничной сети и 99.5% акций держателя недвижимости МКапитал. Напомним, что ранее о сделке leveraged buy-out сообщали газеты. Мы по-прежнему считаем, что появление высокой долговой нагрузки на уровне основного акционера оказывает умеренно-негативное влияние на кредитный профиль Седьмого континента. Возможная сделка по продаже части акций «7К инвест-холдинг» фондам TPG и Goldman Sachs Private Equity, о которой сообщают СМИ, теоретически могла бы нейтрализовать этот негативный эффект (с оговоркой на неопределенность по поводу стратегии TPG/GS в отношении Седьмого континента).

Балтика (NR) отчиталась по МСФО за 9 мес. 2007 г. По-хорошему скучные результаты. По всем «кредитным метрикам» компания продолжает выглядеть очень сильно. Чистый долг близок к нулю. Облигации Балтики (7.8%) малоликвидны.



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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

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