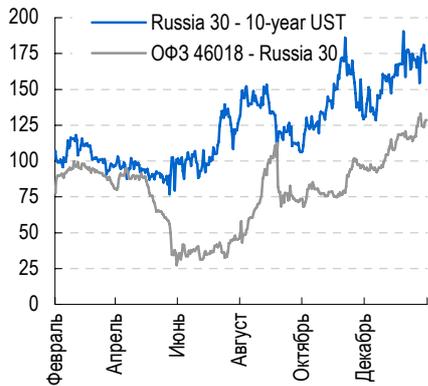
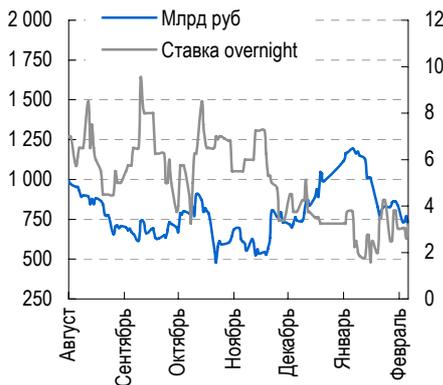


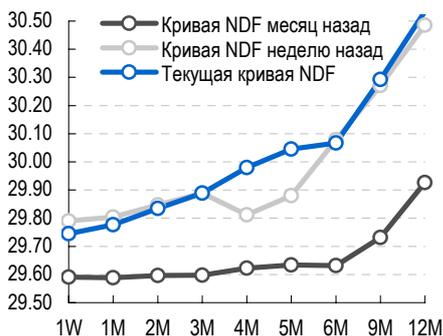
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

14 фев	Публикация торгового баланса США
14 фев	Размещение руб. обл. Микоян-2
15 фев	Индекс цен на импорт в США
15 фев	Индекс Empire Manufacturing
15 фев	Уплата акцизов, ЕСН
20 фев	Размещение ОФЗ-46020 (15 млрд. руб.)
20 фев	Размещение ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)
20 фев	Индекс CPI в США

### Рынок еврооблигаций

- Вопреки прогнозам, выступление **Бернанке** нельзя было назвать однозначно оптимистичным. Наклон кривой **UST** продолжает увеличиваться (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Мособласть-6** может потянуть вверх доходности остальных выпусков региона. На следующей неделе будет много «первички». **РЖД** может скорректировать планы, но вряд ли совсем откажется от размещений рублевых облигаций в 2008 г. (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть Виват (NR): результаты за 9 мес. 2007 г. выглядят слабыми, но так ли все плохо на самом деле?** (стр. 4)
- Вкратце: ЭМАльянс (NR) в 2007 г. увеличил портфель заказов почти вдвое до 21.4 млрд. руб.** В 2008 г. группа вновь ожидает удвоения портфеля заказов (Источник: Интерфакс). Мы не считаем эти прогнозы нереалистичными. В ближайшие годы в российской электроэнергетике запланированы инвестиции на десятки миллиардов долларов, что кратно увеличит спрос на продукцию компаний энергетического машиностроения. Кредитный риск по облигациям ЭМАльянса (11%) мы воспринимаем как умеренный. Высокая долговая нагрузка в значительной степени компенсируется такими факторами, как хорошие перспективы роста и партнерство с госкорпорацией Атомэнергомаш (NR).
- Вкратце: Один из основателей и ключевых акционеров сети Техносила (NR) В.Зайцев отошел от оперативного управления компанией.** Он сосредоточится на развитии других бизнесов группы СВ, в которую входит Техносила (Источник: Коммерсантъ). Мы нейтрально относимся к этой новости с кредитной точки зрения. Техносила пока не раскрывала промежуточные результаты управленческой отчетности за 2007-й финансовый год (завершается 31 марта). Прогноз самой компании по выручке в 2007 г. – около 1.4 млрд. долл. По нашим оценкам, долговая нагрузка Техносилы находится на умеренно-высоком уровне (Долг/ЕБИТДА около 4х). Важным позитивным событием для сектора стало недавнее успешное IPO компании М.видео. Облигации Техносилы, на наш взгляд, сейчас оценены справедливо (14.0%). Выпуск CLN Техносилы малоликвиден.
- Вкратце: Газпром (АЗ/ВВВ) опубликовал нейтральную с кредитной точки зрения отчетность за 9 мес. 2007 г.**
- Вкратце: Fitch присвоило ВолгаТелекому рейтинг на уровне ВВ-/Стабильный.** У компании уже есть такой же рейтинг от S&P.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.73	+0.07	-0.04	-0.30
EMBI+ Spread, бп	277	-3	+22	+38
EMBI+ Russia Spread, бп	179	+1	+19	+32
Russia 30 Yield, %	5.44	+0.02	+0.09	-0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.70	+0.02	+0.24	+0.23
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	552.2	-28.3	-111.9	-336.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	160.5	-29.1	-355.1	+45.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	30.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.63	-0.45	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.72	+0.04	+0.11	+0.08
Нефть (брент), USD/барр.	93.3	+0.4	+0.4	-0.6
Индекс РТС	2004	+23	-336	-287

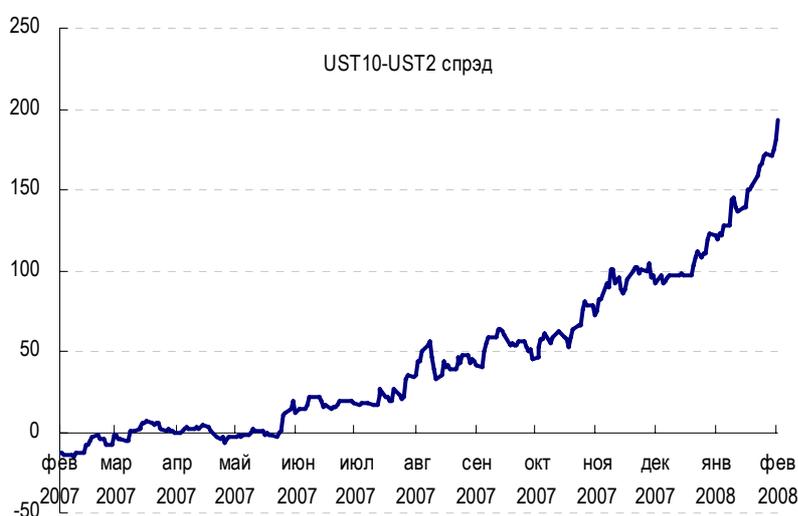
## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашнее выступление **Бена Бернанке** в **Сенате** – ключевое событие дня – оказалось весьма сдержанным и сбалансированным. Вопреки прогнозам, его никак нельзя было назвать однозначно оптимистичным. Глава **ФРС** отметил, что ожидает восстановления экономики к концу года, когда снижение ставки и фискальные меры (доп. расходы бюджета, налоговые льготы, так называемый stimulus package) возымеют действие. Вместе с тем, по его словам, угроза рецессии все еще серьезна, поэтому **ФРС** будет пристально следить за ситуацией и «примет все необходимые меры, чтобы поддержать рост экономики» – довольно прозрачный намек на дальнейшее снижение ставки.

После выступления главы ФРС индексы акций в США начали снижение, а вот **US Treasuries** показали разнонаправленную динамику – доходность **2-летних UST** на ожиданиях по ставке упала на 3 бп до 1.92%, а **10-летних** – выросла на 8 бп. до 3.82%. Мы ожидаем дальнейшего увеличения наклона кривой, и по-прежнему считаем хорошей идеей покупку спреда **UST10yr-UST2yr**:



Важными негативными новостями вчерашнего дня, о которых, безусловно, стоит упомянуть, стали очень слабый финансовый отчет **UBS** за 4-й квартал, а также потеря одной из **monolines (FGIC)** своего Ааа-рейтинга от **Moody's**. Последнее, очевидно, приведет к снижению рейтингов по целому ряду бумаг, гарантированных **FGIC**, и, как следствие – к новым убыткам финансовых инвесторов.

Спред **EMBI+** вчера вновь немного сузился (-5 бп; 272бп). Это, правда, сопровождалось снижением котировок большинства бенчмарков. Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 5.46%) вчера потерял около 1/4 пп., при этом спред к **UST** сузился до 165 бп. В корпоративном сегменте популярностью по-прежнему пользуются короткие и среднесрочные бумаги, в т.ч. банковские выпуски.

Сегодня во второй половине дня нас ждет очередная порция статистики по экономике **США** (**импортные цены, Empire Manufacturing, промпроизводство**). До этого, очевидно, ключевым фактором для рынка еврооблигаций будет динамика на рынке акций.

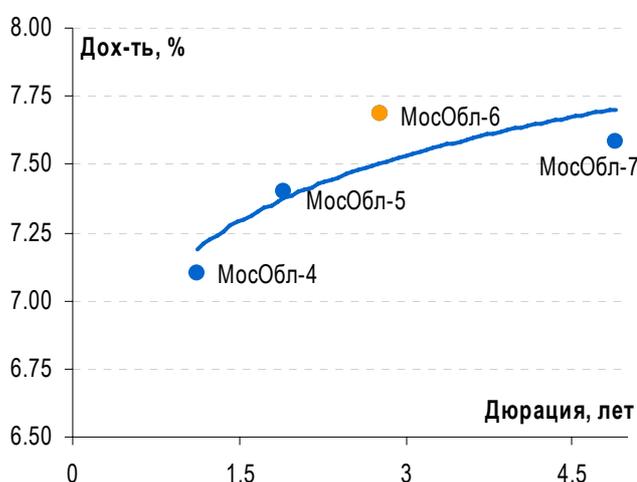
## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Денежный рынок постепенно успокаивается после всплеска спроса на рублевую ликвидность в начале недели. Вчера объем операций прямого репо с ЦБ снизился до 1.1 млрд. рублей, а ставки overnight откатились к отметке 4-4.5%. Это немного успокоило рынок, но, тем не менее, давление продавцов в ОФЗ и 1-м эшелоне не исчезло.

Одним из наиболее пострадавших на этой неделе стал выпуск **МосОбласть-6** (УТМ 7.68%, -25бп). Одна из причин – анонс Мособластью новых размещений на 19 млрд. руб. Сейчас **6-й выпуск** располагается примерно на 20бп выше кривой доходности эмитента. На прошлой неделе в подобной ситуации находились облигации **Газпром-8** (УТМ 7.29%), и, как мы теперь знаем, ситуация «неэффективного ценообразования» разрешилась движением вверх остальной кривой. Мы полагаем, в этом случае события будут развиваться по аналогичному сценарию, поэтому **МосОбласть-6** можно рекомендовать лишь в качестве «защитного» актива, при этом стоит ожидать снижения котировок **4-го, 5-го и 7-го** выпусков региона:



Сегодня утром остатки на корсчетах и депозитах снизились на 43.3 млрд. до 669.4 млрд. рублей. Возможно, это связано с тем, что кто-то предварительно уплатил ЕСН. В любом случае, вполне вероятно, что сегодня ставки денежного рынка могут подрасти.

На следующей неделе основное внимание инвесторов сместится в сторону первичного рынка. В графике размещений стоит 6 выпусков суммарно на 41 млрд. рублей, в т.ч. 25 млрд. руб. – **ОФЗ**, а остальное – банковские размещения (**Союз, НОМОС, Возрождение, РСХБ**)

Еще одна важная новость по поводу первичных размещений. Интерфакс со ссылкой на источник в **РЖД** сообщает, что компания, возможно, отложит выпуск большей части рублевых облигаций на 80 млрд. рублей до 2009 года. Однако насколько мы понимаем, окончательное решение по этому вопросу еще не принято. Интерфакс приводит комментарий главы **РЖД В.Якунина**, который говорит о том, что условия на рынке тяжелые, но компания видит большой интерес к своим облигациям, а процентная ставка по новым выпускам может быть «даже лучше, чем та, под которую мы привлекали в первый раз, когда выходили на рынок». Если речь идет о купоне 8.33% по 3-му выпуску госмонополии, то это не самый радостный ориентир для держателей находящихся в обращении облигаций **РЖД**. Официально программа заимствований компании должна быть утверждена сегодня. Похоже, что в любом случае **РЖД** вряд ли полностью откажется от размещений в 2008 г., поэтому мы ожидаем сохранения негативной динамики котировок облигаций компании в краткосрочной перспективе.

## Торговая сеть Виват (NR): слабые результаты за 9 месяцев, но так ли все плохо?

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин, e-mail: [Olga.Nikolaeva@mdmbank.com](mailto:Olga.Nikolaeva@mdmbank.com)

В нашем распоряжении оказалась консолидированная управленческая отчетность продуктового ритейлера Виват за январь-сентябрь 2007 г. Это лидер продуктовой розницы Перми, входящий в более крупную группу «НормаН-Виват» (включает алкогольную розницу, столовые/рестораны). По состоянию на начало 2008 г., сеть объединяла 51 магазин и 1 гипермаркет (43 магазина на момент размещения займа). Группа характеризуется низкой финансовой прозрачностью.

За 9 месяцев 2007 г. торговой сети Виват удалось увеличить выручку на 37% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Операционная рентабельность, напротив, заметно снизилась (ЕБИТДА margin 2.8% против 7.5% в 2006 г., см. табл.), а соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» по итогам 9 мес. 2007 г., по нашим расчетам, превысило 10х.

Ухудшение рентабельности и рост долговой нагрузки в период активного роста – распространенная тенденция среди небольших розничных сетей. Однако сейчас, когда существенно возросли системные риски рефинансирования, кредиторы стали особенно «чувствительны» к высокой долговой нагрузке. Собственно, тот факт, что облигации Вивата сейчас торгуются с доходностью около 20%, отражает высокую степень обеспокоенности держателей выпуска по поводу кредитоспособности компании.

Мы полагаем, что кредитный профиль Вивата может быть не настолько слаб, как это следует из соотношения «Долг/ЕБИТДА» и доходности облигаций компании. Мы воздержимся от уверенной рекомендации к покупке облигаций Вивата, но, тем не менее, хотели бы привести несколько доводов в защиту тезиса об отнюдь не безнадежном положении компании. Часть приведенных ниже рассуждений основана на беседе с представителем сети:

- Недостаточная репрезентативность данных за январь-сентябрь. Результаты Вивата в 4-м квартале были заметно лучше цифр за первые 9 мес. 2007 г. Сама компания оценивает выручку по итогам 2007 г. на уровне 7 млрд. руб., показатель ЕБИТДА – выше 4%, соотношение Долг/ЕБИТДА – около 6х (нам неизвестна методика расчета ЕБИТДА, используемая компанией);
- Неплохой уровень капитализации компании. В собственности компании находится около 40% помещений, используемых под магазины. Рыночная стоимость этих объектов превышает 1.8 млрд. руб., что подтверждено независимым оценщиком. Соотношение «Долг/Собственный капитал» составляет чуть более 1х;
- Сравнительно низкий уровень конкуренции в регионе присутствия и, как следствие, высокая привлекательность Вивата как объекта поглощения для федеральных сетей. Ранее в СМИ появлялась информация об интересе к Вивату со стороны Седьмого Континента. Компания подтвердила нам, что сетью постоянно интересуются потенциальные покупатели, но акционеры Вивата пока исключают возможность ее продажи.

### Ключевые финансовые показатели сети Виват, консолидированная управленческая отчетность

Млн. руб.	2006 г.	6М 2007 г.	9М 2007 г.
Выручка	4 585	2 767	4 384
ЕБИТДА (как операционная прибыль + амортизация)	342	90	123
Чистая прибыль	217	54	45
Финансовый долг	747	1 390	1 773
Собственный капитал	1 246	1 435	1 499
Активы	2 661	3 352	3 828
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	7.5%	3.2%	2.8%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	2.2	7.7	10.8
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.6	0.97	1.2
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	5.3	1.6	1.2

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 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

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.