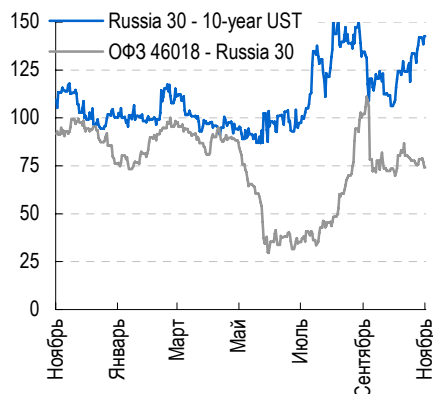


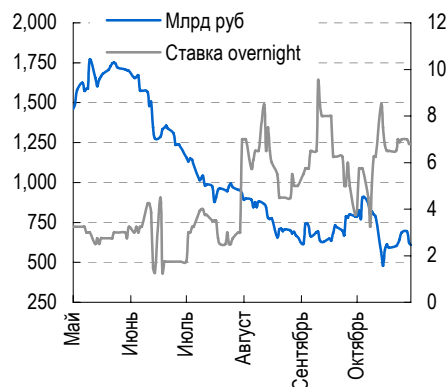
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 15 ноября 2007 г.

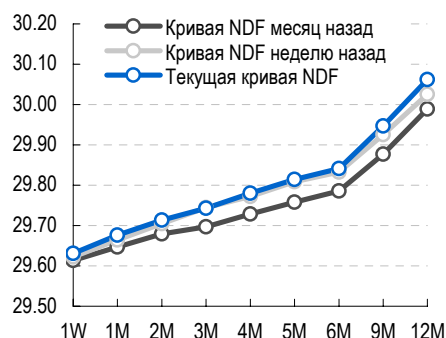
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 ноя	Индекс потребит. цен в США (CPI)
15 ноя	Размещение руб. обл. ВТБ Лизинг-1
15 ноя	Налоговые выплаты: акцизы, ЕСН
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
19 ноя	Индекс рынка недвижимости NABV
20 ноя	Данные по строительству жилья в США
20 ноя	Стенограмма заседания ФРС
20 ноя	Налоговые выплаты: НДС

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** следуют за акциями. Российские и казахстанские еврооблигации расширяют спрэды. Вчерашнее исключение – **Астана Финанс** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Продавцов по-прежнему больше, чем покупателей. Обращаем внимание на неоправданное расширение спрэдов **ЛенСпецСМУ – Мираск**.
- Новые размещения:** ВТБ-Лизинг интересен; рублевые еврооблигации **ФСК** «не спасает» годовая оферта (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Комментарии к результатам сетевых компаний за 9 мес. 2007 г. по РСБУ:** МОЭСК (Ba2), Ленэнерго (NR) и Челябинэнерго (NR) (стр. 3).
- Вкратце: Нутритек (S&P B) отчитался по МСФО за 1-е полугодие 2007 г.** Напомним, что финансовый год компания начинает 1-го апреля. По итогам отчетного периода Нутритек увеличил выручку на 32% (в долларовом выражении), что в принципе не так много, учитывая высокие темпы реального укрепления рубля к доллару. Опережающий рост в высокомаржинальном сегменте детского питания позволил увеличить операционную рентабельность (EBITDA margin 16.2%, +2.6пп). Любопытно, что привлечение более 100 млн. долл. в ходе IPO весной 2007 г. не снизило долговую нагрузку компании – деньги в основном ушли на экспансию в Новой Зеландии. Кроме того, около 20 млн. долл. было размещено в ценных бумагах. Так или иначе, по итогам отчетного периода соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» составило 3.7x. Короткий выпуск CLN NUTRIN 07 погашается уже через пару недель. К рублевым облигациям компании (12%) мы относимся нейтрально.
- Вкратце: Moody's пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга ТМК (B1 по облигациям)** в связи с сильными результатами компании и хорошими перспективами трубной отрасли в целом.
- Вкратце: Fitch пересмотрело на «Позитивный» прогноз рейтинга Банка Санкт-Петербург (B) в связи с успешным IPO.** «Репуемый» в ЦБ рублевый выпуск банка в последние дни заметно сузил спрэды (YTP 9.3%).
- Вкратце: Fitch присвоило Мастер-банку рейтинг «B/Стабильный».**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.25	-0.02	-0.43	-0.45
EMBI+ Spread, бп	219	-3	+39	+50
EMBI+ Russia Spread, бп	145	+3	+36	+49
Russia 30 Yield, %	5.68	+0.03	-0.08	+0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.06	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	477.3	-10.4	+1.5	-188.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	119.2	-2.9	-192.8	+4.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-50.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.54	-0.11	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	0	+0.01	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	91.4	+2.6	+8.7	+30.7
Индекс РТС	2244	+21	+67	+334

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Динамику **US Treasuries** вчера вновь определял рынок акций: котировки акций и доходности **UST** сначала росли (преимущественно в ходе азиатской сессии), а затем снижались. По итогам дня, доходность **10-летних UST** снизилась на 2 бп до 4.25%.

Вчера в США был опубликован индекс цен производителей, а также статистика по розничным продажам. Обе цифры оказались лучше ожиданий, но обольщаться не стоит: просто ожидания были слишком уж пессимистичными. Инфляционный индекс **Core PPI** составил 2.5% – это самое высокое значение за последние два года. Розничные продажи, наоборот, замедлили рост, прибавив в октябре всего 0.2% по сравнению с сентябрьскими 0.7%.

Выступавший вчера **глава ФРС** воздержался от каких-либо комментариев по рыночной ситуации. В привычной уже рубрике «ипотечный кризис» на первый план вчера вышли новости о возможном снижении рейтинга инвестбанка **Bear Stearns** от **Moody's**, а также комментарии аналитиков **UBS** о том, что потери банков от списания «плохих» активов могут в ближайшие годы превысить USD400 млрд.

Сегмент **Emerging Markets** вчера чувствовал себя неплохо – спрэд **EMBI+** сузился на 3 бп до 219бп. Российские облигации на этот раз вели себя «хуже рынка». Спрэд **RUSSIA 30** вновь превысил 140 бп. В корпоративном сегменте котировки большинства выпусков снизились на 1/4-1/2. В казахстанском сегменте падение цен было еще более существенным. Единственным счастливым исключением стали выпуски финансовой компании **Astana Finance (ASTAFI)**, рейтинги Ba1/NR/BB+, котировки которых выросли на новости о переходе крупного пакета акций от администрации Астаны к правительству Казахстана.

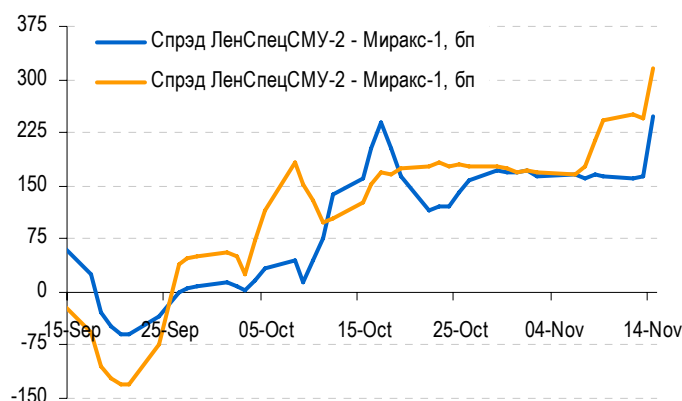
Сегодня в США будут опубликованы ценовой индекс **CPI** и индекс деловой активности **Philadelphia Fed**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В корпоративном сегменте рублевых облигаций расклад сил вчера не поменялся. Участники рынка неагрессивно «ищут биды», поэтому котировки облигаций, по большому счету, стоят на месте. Однако в некоторых случаях открываются интересные возможности. Например, облигации **ЛенСпецСМУ** вчера продавали с доходностью 13% и выше, в то время как близкий по дюрации выпуск **Миракс-1** торгуется на уровне 10.50%. Оправдать столь резкое расширение спредов между облигациями **ЛСС** и **Миракса** тем, что **ЛСС** в ближайшее время планирует разместить **CLN** (**МДМ Банк** – организатор), вряд ли возможно. Напомним, что у этих строительных компаний фактически одинаковые рейтинги (B2/B у **Миракса** и B у **ЛСС**). Кроме того, по итогам 1-го полугодия **ЛСС** опубликовала прекрасные результаты по МСФО.



Сегодня начинается очередной период налоговых выплат, поэтому до прихода «больших бюджетных денег» ситуация на денежном рынке может чуть ухудшиться.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Сегодня состоится размещение выпуска **ВТБ-Лизинг-1** (BB+, 8 млрд. рублей, годовая оферта). Ориентиры организаторов озвучены на уровне 8.24-8.46%. Мы уже отмечали (см. комментарий от 2 ноября), что даже по нижней границе выпуск выглядит привлекательно. Наиболее близкий по дюрации к новому выпуску **ВТБ 24-1** (тоже финансовый институт группы ВТБ, те же кредитные рейтинги от S&P и Fitch) торгуется сейчас с доходностью около 7.6%. Даже если принять во внимание сравнительно небольшие размеры ВТБ-Лизинга и его «условно меньшую» стратегическую значимость для материнской компании по сравнению с розничной «дочкой», то премия в диапазоне 60-80бп выглядит привлекательной.

Появилась дополнительная информация по размещаемому **«рублевому евробонду» ФСК**. По нашим данным, у 5-летнего выпуска будет годовая оферта, а купон составит около 7.5% (ранее обозначался ориентир 7.3-7.5%, далее 1 года купоны не будут определены), объем – около 10 млрд. руб. На наш взгляд, годовая оферта не сильно «спасает ситуацию»: спрэд к свопам/NDF все равно составляет лишь около 130бп (спрэд был бы близок к нулю, если бы оферты не было), тогда как «Euroclearable»-выпуски российских «голубых фишек» с сопоставимой дюрацией сейчас торгуются со спредами к свопам на уровне 150-175бп.

МОЭСК (Ba2), Ленэнерго (NR), Челябинэнерго (NR): результаты за 9 мес. 2007 г.

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

По итогам 3-го квартала, МОЭСК и Ленэнерго продемонстрировали заметное снижение операционной рентабельности, что, в свою очередь, привело к ухудшению показателей долговой нагрузки (см. табл.).

Мы предполагаем, что причинами падения рентабельности могли стать в первую очередь сезонные факторы: на 3-й квартал, как правило, приходится основной объем ремонтных работ, при этом уровень потребления (и, соответственно, передачи) электроэнергии в летний сезон отпусков снижается. Почему такого же падения рентабельности не произошло в Челябинэнерго, нам судить сложно. Кстати, эта компания сохраняет очень консервативный уровень долговой нагрузки.

На текущих уровнях мы нейтрально относимся к облигациям МОЭСК (8.0%, вскоре могут попасть в Ломбардный список) и Челябинэнерго (8.9%), а вот длинные облигации Ленэнерго кажутся нам несколько переоцененными. Мы не сомневаемся в кредитоспособности этой компании. Однако для эмитента без кредитных рейтингов (и шансов попасть в Ломбардный список в краткосрочной перспективе), а также с очень агрессивными инвестиционными аппетитами и планами по увеличению долговой нагрузки доходность на уровне 8.7-8.8% кажется нам недостаточной в текущей конъюнктуре.

Ключевые финансовые показатели электросетевых компаний, РСБУ

Млн. руб.	МОЭСК			Ленэнерго			Челябинэнерго		
	2006 г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.
Выручка	25 447	16 234	23 407	10 510	6 744	9 893.7	5 319	4 413	6 602
EBITDA	9 031	4 464	3 490	1 926	1 515	1 522	771	946	1 676
Чистая прибыль	3 735	2 744	474	424	(53)	533	-	435	733
Долг	6 404	10 905	10 891	4 564	6 149	6 107	369	800	490
Собств. к-л	44 094	45 038	44 508	30 508	30 455	30 999	6 766	7 201	7 499
Показатели									
EBITDA margin	35.5%	27.5%	14.9%	18.3%	22.5%	15.4%	14.5%	21%	25.4%
Долг/EBITDA годовая	0.7	1.2	2.3	2.4	2.0	3.0	0.48	0.42	0.2
Долг/Собств. К-л	0.14	0.24	0.24	0.15	0.20	0.2	0.05	0.11	0.07

Источник: данные компаний, 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.

