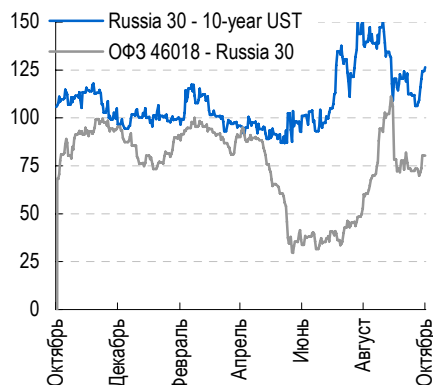


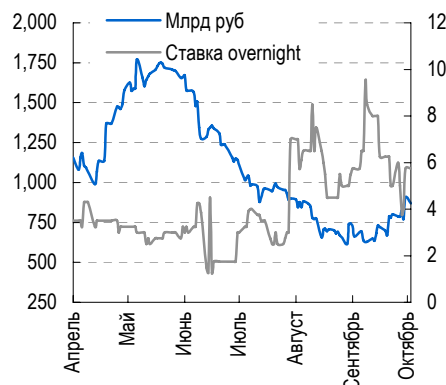
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 22 октября 2007 г.

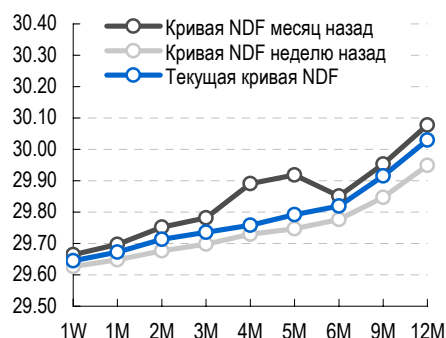
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 окт	Уплата НДС
23 окт	Размещение руб. обл. ТКС-Банк-1
24 окт	Статистика по вторичному рынку жилья
25 окт	Уплата акцизов, НДС
25 окт	Статистика по первичному рынку жилья
29 окт	Уплата налога на прибыль
7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** вновь резко снизились. На этот раз, похоже, мы стали свидетелями «бегства к качеству». В российском сегменте популярны выпуски Газпрома, особенно новый **GAZPRU 18**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- «Словесные интервенции» **Минфина** и **ЦБ** помогли сгладить эффект от пятничной фиксации прибыли. Банковская система готова к уплате **НДС**. О выпуске **УРСА-7** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Миракс Групп (B2/NR/B)** наконец-то отчиталась по **МСФО** за 2006-й год. Наши комментарии см. на стр. 3
- Минфин** и **ЦБ** анонсировали новые меры по поддержке ликвидности российской банковской системы. Среди них – отказ от размещения ОФЗ на 100 млрд. руб., рефинансирование банков под еврооблигации и кредиты заемщиков без рейтингов, а также размещение остатков на счетах Казначейства в коммерческих банках. В то же время, ЦБ объявил о намерении вскоре повысить ставку рефинансирования. Последнее мы считаем «декоративной» мерой, которая не окажет сколько-нибудь заметного влияния на денежный рынок и банковскую ликвидность. Подробнее см. стр. 4.
- Вкратце: Премьер-министр В.Зубков** подписал распоряжение о преобразовании **Уралвагонзавода** из **ФГУП** в **ОАО** с сохранением 100% акций в государственности. При этом в качестве взноса в капитал **УВЗ** получит акции ряда оборонных предприятий (Источник: Интерфакс). Для держателей облигаций **УВЗ** это событие важно по нескольким причинам: 1) действия государства подтверждают стратегическую важность предприятия и высокую вероятность поддержки; 2) преобразование в **ОАО** сделает компанию более информационно-прозрачной; 3) реорганизация даст кредиторам право досрочного погашения, что окажет котировкам облигаций **УВЗ** поддержку около номинала.
- Вкратце: Совет директоров РЖД (А3/BBB/BBB+)** одобрил покупку блокпакета **Трансмашхолдинга** (Источник: Интерфакс). Новость понравится держателям облигаций **ТМХ** (9.4%).
- Вкратце: Fitch** повысило рейтинг **СЗТ** до «**BB-**» после того, как компания продала свой пакет в **Телекоминвесте** за 410 млн. долл.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.39	-0.10	-0.16	-0.31
EMBI+ Spread, бп	205	+11	+4	+36
EMBI+ Russia Spread, бп	127	+5	+5	+31
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.05	-0.09	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.44	+0.01	-0.38	-0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	432.7	-80.7	+15.7	-233.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	437.5	+43.4	+190.7	+322.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	94.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.54	-0.64	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.66	+0.04	-0.01	-0.44
Нефть (брент), USD/барр.	83.8	-0.8	+4.5	+23.1
Индекс РТС	2142	+5	+116	+232

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу доходности **US Treasuries** снова снизились, и снова значительно (UST10yr -10бп; 4.39%). На этот раз, похоже, имел место эффект «бегства к качеству», т.к. индекс **DJI** в пятницу упал на 2.7%. Иных объяснений такому снижению доходностей **UST** мы не видим: никакой статистики в пятницу не выходило, а глава **ФРС Бен Бернанке** в своем выступлении лишь отдаленно намекнул на вероятное снижение ставки ФРС, отметив, что для рынка важна «предсказуемость» в действиях регулятора.

Спрэд **EMBI+** по итогам пятницы расширился на +11бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.64%) вырос в цене, но спрэд к **UST** увеличился до 124 бп (+4 бп). В корпоративном сегменте инвесторы предпочитали действовать осторожно, и котировки большинства выпусков не изменились. Спросом пользовались лишь облигации **Газпрома** – их доходности снизились вдоль всей кривой, причем новый выпуск **GAZPRU 18** (YTM 6.46%; в евро) вырос на 3/4 пп., сократив спрэд к соседнему **GAZPRU 17-2** (YTM 6.36%) до 10 пп.

Сегодня в США не публикуется никакой экономической статистики. Поэтому динамика **US Treasuries**, вероятно, будет определяться корпоративными новостями и поведением рынка акций.

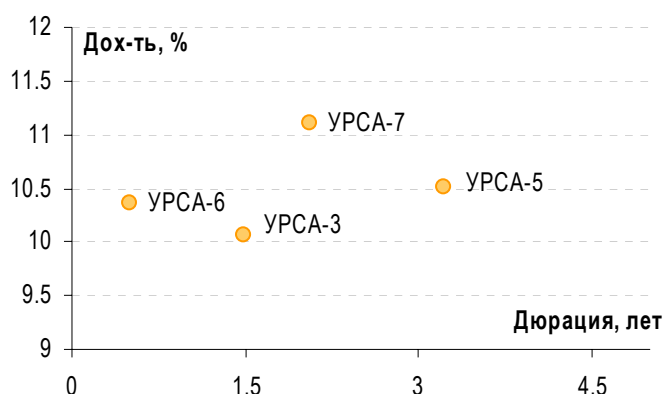
Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу рынок рублевых облигаций открылся продажами – котировки снизились на 20-40бп. Насколько мы понимаем, несколько крупных участников решили зафиксировать прибыль в преддверии начала налогового периода. Однако, позитивная для долгового и денежного рынков риторика представителей **ЦБ** и **Минфина** (см. стр. 4) приободрила инвесторов, поэтому по итогам дня цены большинства облигаций остались практически без изменения.

Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **УРСА-7** (УТР 11.10%), который предлагает более высокую доходность по сравнению с близкими по дюрации облигациями **УРСА Банка**. Возможно, такое положение дел связано с тем, что 7-й выпуск, в отличие от остальных, не попал в **Ломбардный список ЦБ**. Мы считаем, что в ближайшее время эта «несправедливость» будет исправлена, поэтому считаем перспективной его покупку.



Сегодня последний день для уплаты **НДС**. Из-за этого, скорее всего, сегодня мы увидим увеличение объемов прямого **РЕПО** с **ЦБ** и рост коротких ставок. При этом очевидно, что напряжение на денежном рынке уже не будет таким, как в сентябре. Благодаря интервенциям **ЦБ** на валютном рынке, расширению **Ломбардного списка** и снижению ставки по операциям «валютный своп», начало крупных налоговых выплат банковская система встречает в неплохой форме.

Миракс Груп (B2/NR/B): сильные результаты по US GAAP за 2006 г.

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

В конце прошлой недели с опозданием завершился аудит отчетности Группы Миракс по US GAAP.

В 2006 г. Группа закончила консолидацию всех своих основных юридических лиц на холдинговой компании ООО «Миракс Групп». В силу того, что это было сделано в середине отчетного периода, компания представила отчет о прибылях и убытках, а также отчет о движении денежных средств в формате «про-форма», т.е. как если бы все компании были консолидированы до начала 2006 г. На наш взгляд, с аналитической точки зрения это наиболее адекватная форма представления финансовой информации.

Выручка Группы по итогам 2006 г. составила порядка 14.1 млрд. рублей (+185%), показатель EBITDA – 6 млрд. рублей (+282.8%), Рентабельность по EBITDA достигла 42.6%. Чистая прибыль в 2006 г. увеличилась почти в 4 раза до 4.1 млрд. рублей. Однако в результате выплаты дивидендов в размере 23% от чистой прибыли, а также из-за доначислений налоговых резервов, собственный капитал компании по итогам периода увеличился лишь незначительно.

Напомним, что формально в отчетности по US GAAP компания признает выручку пропорционально степени завершенности объектов строительства. При этом поступающий в компанию денежный поток существенно превышает признаваемую выручку, т.к. Миракс продает большую часть объектов еще до завершения строительства. Этот денежный поток позволяет компании финансировать более половины своих инвестиций в новые объекты (в отчетности эта деятельность отражается в секции «операционная деятельность» отчета о движении денежных средств).

Показатели долговой нагрузки Миракса выглядят достаточно неплохо, и укладываются в ограничения, установленные условиями эмиссии CLN. Объем долга на конец 2006 г. составил 9.16 млрд. рублей, соотношение «Долг/EBITDA» - 1.5x. С учетом большого объема денежных средств на балансе долговая нагрузка еще ниже (Чистый долг/EBITDA ≈ 0.9x).

Миракс диверсифицирует свой портфель проектов, тем самым снижая риск зависимости от 1-2 наиболее крупных. По нашим данным, сейчас компания реализует порядка 24 проектов, 4 из которых полностью закончены и реализованы. Среди основных проектов в активной фазе строительства можно выделить башню «Федерация», а также Миракс-Парк и Миракс-Плаза. Площади в этих объектах пользуются высоким спросом, а покупка компанией «Газпромстрой» 71 тыс. кв.м. офисов в комплексе Миракс-Плаза стала крупнейшей сделкой по покупке офисных площадей в 2007г. (по данным GVA Sawyer).

Одной из возможных «непрофильных» инвестиций Миракса может стать покупка гостиничного комплекса Sun Gate Port Royal в Турции за USD340 млн. Насколько мы понимаем, на сегодняшний день сделка еще не закрыта. На наш взгляд, влияние такой сделки на кредитный профиль компании (если покупка состоится и будет консолидирована) будет скорее умеренно-негативным.

Рублевые облигации Миракса (10.5-10.6%) сейчас торгуются с более узкими спредами (≈Z-свопы+450бп) по сравнению с выпуском CLN MIRAX 11_09 (11.3%; Z-свопы+475бп).

Ключевые финансовые показатели Миракс Групп, US GAAP

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	изменение
Выручка	4'939.3	14'100.8	+185.5%
EBITDA	1'569.8	6'008.5	+282.8%
Чистая прибыль	1'095.9	4'075.9	+271.9%
Операционный ден. поток до инвестиций в проекты	3'031.0	12'275.1	+305%
Инвестиции в проекты	3'431.7	14'305.9	+316.9
Долг	3'536.3	9'160.4	+159%
Чистый финансовый долг	2'359.4	5'571.5	
Собственный капитал	2'348.6	2'497.5	+6.3%
Ключевые показатели			
EBITDA margin (%)	31.8%	42.6%	+10.8 п.п.

Долг/ EBITDA (x)	2.25	1.5
Чистый финансовый долг/ EBITDA (x)	1.5	0.9
Чистый финансовый долг /Собственный капитал (x)	1.0	2.2

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Минфин и ЦБ: новые меры поддержки и повышение ставки рефинансирования

Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

В прошедшую пятницу представители Минфина и Центробанка сделали ряд интересных заявлений. Первый зампред ЦБ А. Улюкаев сказал о намерении Банка России начать предоставлять рефинансирование под залог еврооблигаций и кредитов, выданных заемщикам без рейтингов. Кроме того, г-н Улюкаев сообщил о вероятном повышении ставки рефинансирования до конца 2007 г. Представитель правительства (Директор департамента госдолга Д. Панкин) сказал, что Минфин, скорее всего, откажется от планов размещения в 2007 г. «дополнительных» ОФЗ на 100 млрд. руб. Кроме того, г-н Панкин отметил, что в 2008 г. остатки на счетах Казначейства могут попасть в коммерческие банки.

Итак, обо всем по порядку. Во-первых, о повышении ставки рефинансирования. Мы надеемся, что это действие ЦБ никого не напугает и не введет в заблуждение. После того, как ставку по операциям «валютный своп» отделили от ставки рефинансирования, последняя совершенно перестала быть индикатором стоимости денег или фактором российского рынка облигаций и денежного рынка. Сейчас ставка рефинансирования используется лишь для различных налоговых или бухгалтерских целей. Повышение этой ставки мы считаем исключительно «декоративным» действием, связанным с ростом инфляции и нежеланием ЦБ поддерживать ставку рефинансирования на уровне или ниже инфляции.

Что же касается анонсированных в пятницу Минфином и ЦБ мер «системной» поддержки рублевой ликвидности, то наиболее важными мы считаем новости об отказе правительства от размещения ОФЗ на 100 млрд. руб., а также о планах по размещению бюджетных средств в коммерческих банках. Последнее, правда, может так и не «сбыться» – тема достаточно «деликатная» и способная вызвать много споров. Во всяком случае, все предыдущие годы правительство шло по пути перевода бюджетов всех уровней на обслуживание в Федеральное Казначейство. Мы полагаем, что пока говорить о конкретных объемах и сроках появления бюджетных остатков в периметре коммерческих банков несколько преждевременно.

При этом мы еще более осторожны в оценке других анонсированных мер поддержки, т.к. предвидим достаточно большое количество «сложностей». В части репо под еврооблигации проблемы могут возникнуть с «признаваемыми» биржевыми котировками, депозитарием и другими аспектами технического исполнения сделок. При разработке схемы репо под кредиты эмитентам без рейтингов ЦБ может «увязнуть» в подборе критериев качества таких кредитов.

Тем не менее, мы, безусловно, приветствуем действия правительства и ЦБ по поддержке стабильности российской финансовой системы и считаем, что все эти новости окажут психологическую поддержку держателям рублевых облигаций.



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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@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, 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.