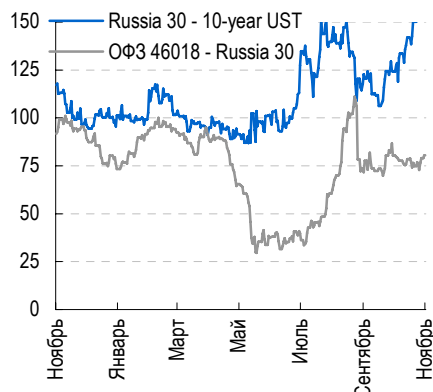


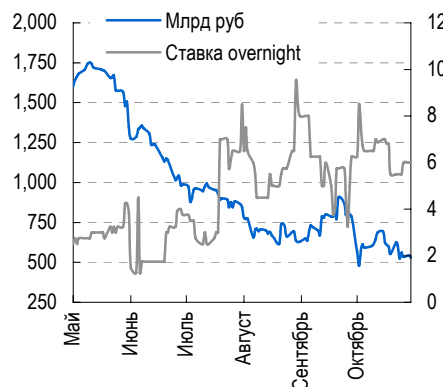
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 27 ноября 2007 г.

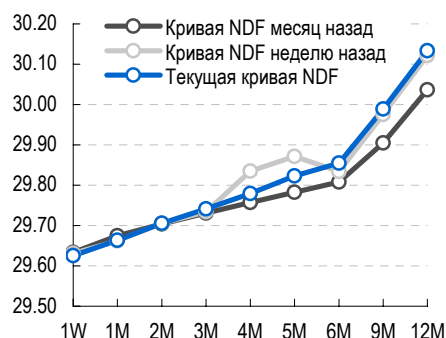
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

27 ноя	Размещение руб. обл. Итера-1
27 ноя	Размещение руб. обл. Пензенская Обл-2
27 ноя	Индекс Richmond Fed.
28 ноя	Налоговые выплаты: налог на прибыль
28 ноя	Статистика по вторичному рынку жилья
28 ноя	"Бежевая книга" ФРС
29 ноя	Размещение руб. обл. Газпромбанк-5
29 ноя	Статистика по первичному рынку жилья

Рынок еврооблигаций

- На рынке вчера вновь наблюдалась паника, а доходности **US Treasuries** штурмовали исторические минимумы. Сегодня вероятна коррекция (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Несмотря на ухудшение ситуации на денежном рынке, снижение котировок приостановилось. Обращаем внимание на инверсионную форму кривых в **1-м эшелоне**
- Новые размещения: **Пензенская область** и загадочный рублевый евробонд от ВТБ (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть **X5 (B1/BB-)** отчиталась об операционных и финансовых результатах за 9 месяцев 2007 г., а также провела телеконференцию (стр. 3).
- Вкратце: **ЮТК (B1/B)** распространила презентацию, содержащую детали утвержденной недавно 5-летней программы развития. К началу 2013 г. компания планирует достичь 100%-ной цифровизации сети, инвестировав в 2008-2012 гг. около 1.1 млрд. долл. Среди приоритетов в развитии ЮТК называет снижение долговой нагрузки (с 3.1x в 2007 г. до 1.9x в 2012 г. в терминах «Чистый долг/EBITDA») и повышение эффективности (EBITDA margin 40-41%, начиная с 2010 г., против 36% в 2007 г.). Мы считаем программу вполне реалистичной, с оговоркой на сохранение благоприятного режима тарифного регулирования. Катализатором сужения спредов облигаций ЮТК к кривой Связьинвеста может стать их включение в Ломбардный список. Насколько мы поняли из общения с ЦБ, для этого ЮТК нужно дождаться еще одного повышения рейтинга (от Moody's или S&P).
- Вкратце: **ВымпелКом (Ba2/BB+)** сделал предложение о покупке компании **Golden Telecom (Ba3/BB)** (Источник: Reuters). Предложенная цена за 1 акцию соответствует капитализации GT на уровне 4 млрд. долл. Ранее (26 октября) мы уже комментировали возможные последствия подобной сделки. Она, вероятнее всего, будет профинансирована за счет кредита, а соотношение «Долг/про forma EBITDA» у ВымпелКома может вырасти с менее чем 1x до 2x. Новое предложение долга на рынке и потенциально негативная реакция рейтинговых агентств могут привести к расширению спредов еврооблигаций ВымпелКома.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.84	-0.16	-0.56	-0.86
EMBI+ Spread, бп	277	+19	+78	+108
EMBI+ Russia Spread, бп	189	+16	+60	+93
Russia 30 Yield, %	5.68	-0.02	+0.03	+0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	-0.01	+0.03	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	440.4	-14.3	-16.1	-225.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	88.4	0	-239.8	-26.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-159.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.17	+1.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.01	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	95.3	-0.5	+6.6	+34.6
Индекс РТС	2177	+25	-17	+267

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На рынке вчера вновь наблюдалась паника, а доходности **US Treasuries** штурмовали исторические минимумы. В очередной раз «возмутителями спокойствия» стали аналитики инвестбанков: **Goldman Sachs** опубликовал негативный прогноз по **HSBC**, а **UBS** понизил рекомендации по акциям **Fannie Mae** и **Freddie Mac**. В итоге индекс **Dow Jones Industrials** упал на 1.86%, а доходности **UST** снизились вдоль кривой на 16-19бп. **10-летние UST**, в частности, обновили **3-летний минимум** (3.84%).

Впрочем, уже сегодня утром на новостях о покупке миноритарной доли в **Citigroup** правительством **Абудаби** (ОАЭ) доходности **10-летних UST** скорректировались вверх (3.92%). Азиатские фондовые рынки также открываются в плюсе, так что можно надеяться на небольшую коррекцию.

Исходя из котировок фьючерсов на **FED RATE**, уже с 12%-ной вероятностью ставка в декабре будет снижена сразу на 50бп. Мы пока что не верим в столь радикальный шаг – особенно учитывая вчерашнее заявление ФРС о намерении до конца года проводить инъекции ликвидности с целью поддержания ставок МБК на постоянном уровне. В любом случае, пристальное внимание следует обратить на завтрашнюю «Бежевую Книгу» и выступление **Бена Бернанке** в четверг.

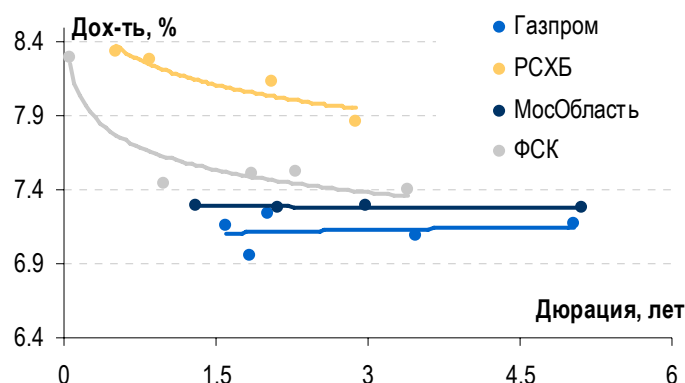
Из-за снижения доходностей **US Treasuries** спрэд **EMBI+** вчера расширился до 2-летнего максимума в 276 бп. (+19 бп.). «Хуже рынка» выглядели бонды Венесуэлы – выпуск **VENZ34** (YTM 9.65%) упал на 1 пп.

Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (5.68%) вчера даже подрос в цене – до 112 3/4 (+1/4 пп), однако этого не хватило для того, чтобы сохранить дистанцию к **UST**. В результате спрэд бенчмарка достиг невероятного значения в 183бп. Впрочем, сегодня он, вероятно, сузится из-за коррекции в **UST**. В корпоративном сегменте интерес покупателей ограничивался облигациями первого эшелона (**LUKOIL**, **TMENRU**, **TNEFT**, **GAZPRU**, **VTB**). В отдельных банковских выпусках (например, **ALFARU 12**) сохраняется давление со стороны продавцов.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

Несмотря на ухудшение ситуации на денежном рынке (ставки выросли до 7-8%, объем репо с **ЦБ** – до 181 млрд. руб.), снижение котировок рублевых облигаций вчера приостановилось. Вероятно, инвесторы не хотят расставаться с бумагами в преддверии возможного декабрьского ралли (см. вчерашний комментарий). Кроме того, психологическую поддержку рынку вчера мог оказать рост котировок российских еврооблигаций. Ждать конца налогового периода осталось недолго (завтра – **налог на прибыль**), поэтому мы ожидаем сохранения стабильности в рублевых облигациях. Тем, кто хочет увеличить позиции в расчете на улучшение конъюнктуры денежного рынка, мы рекомендуем достаточно безопасную стратегию покупки «репеемых» в **ЦБ** облигаций **1-го эшелона**. В первую очередь, **стоит обратить внимание на короткие выпуски**, т.к. кривые доходностей многих эмитентов приняли «инверсионную» форму:



В рубрике «новости списков» вчера появилось сообщение о включении выпуска **МДМ-3** (УТР 10.08%) в котировальный список А1.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

Вчера стало известно, что **ВТБ** (BBB+/A2/BBB+) разместил годовые рублевые еврооблигации (EMTN) на 30 млрд. рублей под 7.25% годовых. Низкая ставка и непубличный характер сделки указывают на нерыночный характер размещения. Так, размещенный недавно на год выпуск **ВТБ 24-1** сейчас торгуется около 8.10%. Озвученная в СМИ версия о размещении рублевых еврооблигаций с целью последующего рефинансирования выпуска в ЦБ не кажется нам наиболее вероятной. Технически механизм репо под еврооблигации пока не является «рабочим». Кроме того, подобная схема не исключает и другие риски. Мы предполагаем, что заем мог стать одной из форм перераспределения средств внутри группы **ВТБ**.

Сегодня состоится размещение выпуска **Пензенская область-2** (1 млрд. рублей, погашение через 3 года). Купоны уже заранее определены, поэтому это будет классический аукцион по цене. По нашим оценкам, дюрация предлагаемых облигаций составит около 2.3 года. Сейчас на рынке обращается более короткий **1-й выпуск** области, который торгуется около 8.70% по доходности, его средний спрэд к свопам за всю историю торгов составлял около 180-230бп. Таким образом, справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем на уровне 8.90-9.30% (цена около 101.50-102.40).

По облигациям **Л'Этуаль-1** (УТР 19.22%) вчера была установлена процентная ставка до погашения в размере 9.55% (УТМ 10.04%). Этот уровень ставки сигнализирует о том, что эмитент готов забрать выпуск с рынка. Подробнее о кредитном профиле **Л'Этуаль** см. наш специальный обзор от 23 октября.

X5 Retail Group (B1/BB-): результаты за 9 месяцев 2007 г.

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

Вчера X5 Retail Group (B1/BB-) опубликовала операционные результаты за 9 месяцев 2007 г., а также провела телефонную конференцию для аналитиков, в ходе которой сообщила о планах дальнейшего развития. Мы обратили внимание на следующие моменты:

- Компания сохраняет высокую динамику роста выручки. За 9 мес. 2007 г. объем продаж увеличился до 3.6 млрд. долл. (+50% к сопоставимому периоду 2006 г.), при этом продажи «like-for-like» выросли на 17%. Рентабельность по валовой прибыли повысилась до 26.2% (+0.6пп).
- Опережающий рост расходов на оплату труда и аренду оказывает давление на операционную прибыль. Рентабельность по EBITDA без учета «опционной программы стимулирования менеджмента» составила 9.6% (-0.2пп к сопоставимому периоду 2006 г.), с учетом «опционной программы» – 8.6% (+1.3пп).
- Компания ожидает традиционного бума продаж в 4-м квартале. В этот период X5 планирует сосредоточиться на повышении эффективности работы уже работающих магазинов, а открытие новых перенесет на 2008 г. По данным X5, выручка за 2007 г. составит около 5 млрд. долл. (+78% к 2006 г.). Рентабельность по EBITDA прогнозируется на уровне 9% (с учетом «опционных расходов»).
- По итогам 2-го полугодия компания также планирует повысить эффективность использования оборотного капитала (по итогам 1-го полугодия было зафиксировано увеличение оборотного капитала). Кроме этого, в декабре начинается пересмотр контрактов на следующий год, и X5 рассчитывает улучшить условия работы с поставщиками.
- Мы отмечаем рост долговой нагрузки по итогам 9 мес. до 3.6х в терминах «Чистый долг/EBITDA годовая». В настоящий момент X5 завершает сделку по привлечению кредита на 1.5 млрд. долл. По нашим оценкам, по итогам года долговая нагрузка компании составит около 4.0х.

- Никакой новой информации о потенциальной покупке Карусели и возможных источниках финансирования этой сделки озвучено не было.

Мы полагаем, что вчерашние новости не окажут влияния на котировки облигаций Х5 (8.65%). Сужению спрэдов выпуска может способствовать его попадание в Ломбардный список ЦБ. Формально этот выпуск удовлетворяет критериям Ломбардного списка (см. наш специальный обзор «Ломбардный список ЦБ: дьявол – в деталях» от 16 ноября. Однако проблемы с занесением этого выпуска в «заветный» список могут возникнуть в связи с общей «нелюбовью» Центробанка к облигациям, выпущенным через SPV.

Ключевые финансовые показатели группы «Х5», МСФО				
USD млн.	2006 г.	1-е полугодие 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2007 г. Прогноз МДМ-Банка
Выручка	2 803	2 348	3 618	5 000
EBITDA (после «опционных» расходов)	247	212	311	450
Чистая прибыль	84	41	54	-
Чистый долг	1 013	1 145	1 480	1 800
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	8.8%	9%	8.6%	9%
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	4.1	2.7	3.6	≈ 4.0
EBITDA/проценты	4.0	4.1	н/д	н/д

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
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 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, 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.