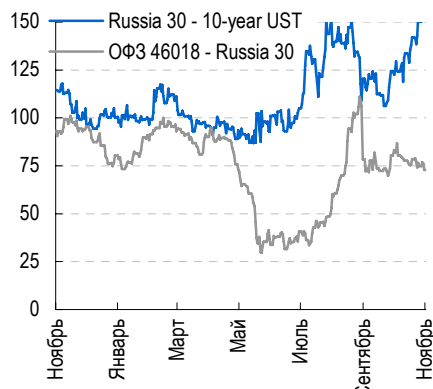
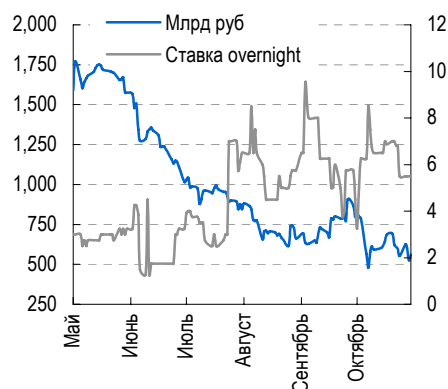


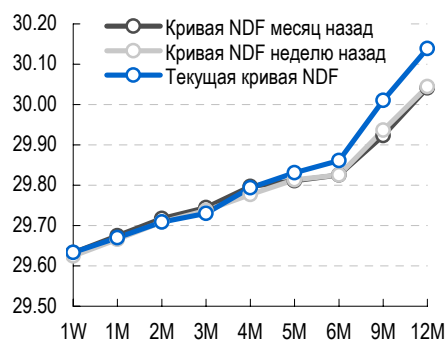
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 ноя	Размещение руб. обл. Талио-Принцепс-1
22 ноя	Размещение руб. обл. Газпромбанк-4
26 ноя	Налоговые выплаты: акцизы, НДС
27 ноя	Размещение руб. обл. Итера-1
27 ноя	Размещение руб. обл. Пензенская Обл-2
28 ноя	Налоговые выплаты: налог на прибыль
4 дек	Размещение руб. обл. Электросталь-1
4 дек	Размещение руб. обл. Желдорипотека-1

Рынок еврооблигаций

- Страх перед последствиями ипотечного кризиса становится сильнее. Кто-то уже верит в снижение **FED RATE** на 50bp 11 декабря. Сегодня в США выходной (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Нервы не выдерживают. Среди продавцов наиболее активны **нерезиденты**. О новичках в **Ломбардном списке** и размещении **Газпромбанка**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Белон (NR)** прогнозирует улучшение результатов, снижение инвестиций (стр.3)
- **Вкратце: S&P повысило рейтинг ЮТК на 1 ступень до «В», сохранив «Позитивный» прогноз, но для Ломбардного списка этого мало.** Мы уточнили в ЦБ: комбинация рейтингов ЮТК (B1/B) недостаточно сильна для включения бумаг компании в Ломбардный список. Получается, что «средний рейтинг» не дотягивает до уровня «В+». Тем не менее, на наш взгляд, облигации ЮТК-4 и ЮТК-5 сохраняют потенциал сужения спрэдов к другим выпускам «дочек» Связьинвеста (не обязательно за счет снижения доходности ЮТК). Мы надеемся на дальнейшее повышение рейтингов ЮТК от S&P или Moody's в связи с сохраняющейся позитивной динамикой «кредитных метрик» компании.
- **Вкратце: Группа ГАЗ (NR) показала хорошие результаты по МСФО за 1-е полугодие 2007 г.** Выручка увеличилась до USD 2.6 млрд. (+32%), показатель EBITDA margin остался на уровне 12%. Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» опустилась до 1.2x по сравнению с 1.5x в 2006 г. Мы нейтрально относимся к облигациям ГАЗ-Финанс-1 (YTM 9.1%).
- **Вкратце: ТМК (B1/BB-) исследует возможности для поглощений, но основной акцент в своем развитии делает все же на органическом росте** (Источник: Bloomberg). На наш взгляд, это нейтральные новости для держателей облигаций компании. Рублевые выпуски ТМК «защищены» от волатильности за счет вхождения в Ломбардный список и котировальный список А1.
- **Вкратце: Один из крупнейших акционеров Норникеля (Baa2/BBB-) может выкупить долю партнера в компании за 13-15 млрд. долл.** (Источник: Reuters). Очевидно, что для такой сделки потребуется долговое финансирование. На наш взгляд, рост долговой нагрузки на уровне ключевого акционера несколько ухудшает кредитный профиль самой компании. Однако, сделка пока не совершена, Норникель имеет очень сильные фундаментальные характеристики, а рынок еврооблигаций потерял ликвидность, поэтому мы не ожидаем движения в коротком выпуске GMKNRU 09 (YTM 6.02%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.01	-0.09	-0.40	-0.69
EMBI+ Spread, бп	259	+12	+54	+90
EMBI+ Russia Spread, бп	177	+10	+50	+81
Russia 30 Yield, %	5.72	+0.05	+0.08	+0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.45	+0.02	-0.02	-0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	467.9	+36.7	+58.7	-198.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	93.5	-0.4	-294.7	-21.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-93.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.27	+0.77	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.02	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	94.8	-0.7	+11.5	+34.1
Индекс РТС	2152	-28	+53	+242

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Страх инвесторов перед серьезными последствиями развития ипотечного кризиса становится все сильнее: доходности **US Treasuries** и котировки акций продолжают падать. Вчера в первой половине дня доходность **10-летних нот** упала до 4.00%, и оставалась примерно на этом уровне до завершения торгов. Еще заметнее снизилась доходность **2-летних UST** – она опустилась до **трехлетнего минимума** (-20бп; 3.00%).

Судя по котировкам фьючерсов на **FED RATE**, в снижении ставки хотя бы на 25 бп не сомневается никто. Более того, инвесторы считают, что с 10%-ной вероятностью 11 декабря **ФРС** пойдет на более решительный шаг и снизит ставку на 50бп. И это на фоне более чем сдержанной **стенограммы** октябрьского заседания ФРС.

В сегменте **Emerging Markets** продолжают активные продажи. Не устоял и российский бенчмарк - к концу дня выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.72%) торговался около 112 3/8, т.е. на 1/2 ниже, чем вчера. Спрэд к 10-летним Treasuries уже достиг 171-172бп. В корпоративном сегменте ситуация еще хуже – участники рынка любой ценой пытаются избавиться от бумаг, отдавая их по любым доступным бидам. Котировки таких бумаг, как **GAZPRU34** (YTM 6.73%), **СНМFRU14** (YTM 8.06%), **TMENRU18** (YTM 8.33%), потеряли около 1.5 пп., менее популярные выпуски – около 1 пп.

В США сегодня выходной – **День Благодарения**, поэтому торгов по **US Treasuries** не будет, да и завтра активность, скорее всего, будет низкой.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера мы увидели самое заметное падение цен за последние 2 недели – котировки облигаций **1-го эшелона** провалились на 30-50бп. До этого рублевые облигации проявляли завидную стойкость по отношению к негативным событиям на внешних рынках, но вчера, похоже, рынок сдался. Похоже, активнее других позиции закрывали нерезиденты. При этом, несмотря на продолжающийся период налоговых выплат, ситуация на денежном рынке не выглядит драматичной. Ставки **overnight** находятся на уровне 6.0-6.5%, а объем прямого **репо с ЦБ** составил вчера порядка 100 млрд. рублей (не так уж и много).

В сегменте гособлигаций не слишком удачно прошел аукцион по доразмещению **ОФЗ 46021**. Спрос превысил предложение в 2.7 раза, однако Минфину удалось продать лишь 75% предложенного объема, предложив 2бп премии к уровню вторичного рынка (6.43% - средневзвешенная доходность на аукционе). После этого цены других длинных госбумаг снизились примерно на 10-15бп.

Вчера стало известно, что **Ломбардный список** пополнился облигациям **ВТБ 24-1, РСХБ-4, Дальсвязь-2, Дальсвязь-3** и **УРСА-7**. Новость однозначно окажет поддержку этим выпускам, однако из-за общей негативной конъюнктуры «взрывного» роста их котировок не произошло.

Вчера также появилась информация о том, что со следующей недели ЦБ начнет **принимать в репо еврооблигации**. Мы по-прежнему не уверены в том, насколько удобно и реалистично с технической точки зрения будет выстроен этот механизм, ведь никто не торгует еврооблигациями на российских биржах.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Сегодня состоится грандиозное размещение облигаций **Газпромбанка** (BBB-/A3) на 20 млрд. рублей с годовой офертой. Ориентируясь на уже обращающиеся рублевые выпуски и евробонды, мы оцениваем справедливый спрэд к кривой **Газпрома** (BBB/A3/BBB-) на уровне 80-100бп, что подразумевает доходность около 7.75-7.95%. Сам банк планирует ставку купона на уровне 7.3-7.5%. Мы предполагаем, что речь идет скорее о «нерыночном» размещении. Возможно, Газпромбанк рассчитывает на деньги «институтов развития». Покупателем облигаций, на наш взгляд, мог бы стать **Внешэкономбанк**. Насколько мы знаем,

этот банк обладает «специальным статусом» и не фигурирует в статистике ЦБ, т.е. в известных «корсчетах и депозитах» мы не видим свободную ликвидность ВЭБа. Менее вероятной нам кажется схема продажи выпуска по договоренности какому-либо инвестору с тем, чтобы тот ежедневно рефинансировал его в ЦБ (опосредованное фондирование в ЦБ под 6%+).

Белон (NR) прогнозирует улучшение результатов, снижение инвестиций

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

В опубликованном вчера агентством Reuters интервью президента и основного бенефициара группы компаний Белон Андрея Доброва мы отметили следующие интересные моменты:

- Группа планирует увеличить объем добычи угля к 2012 г. до 14 млн. тонн (за 9 мес. 2007 г. добыто около 3.5 млн.). На конец 2007 года доли угольного и металлотрейдингового направлений в выручке составят 55% и 45%, соответственно. В 2008 году вес угольного направления возрастет до 65%.
- Выручка компании в 2008 г. достигнет 750-760 млн. долл. против ожидаемых 500 млн. в 2007 г. Показатель EBITDA возрастет до 200-210 млн. долл. против 67-75 млн. в 2007 г.
- Объем инвестиций в развитие в 2008-2012 гг. составит около 500 млн. долл., из которых лишь около 150 млн. компания профинансирует за счет заимствований.
- Альянс с ММК г-н Добров называет стратегическим партнерством, которое может получить дальнейшее развитие. Однако он вновь уточняет, что о продаже контрольного пакета пока речи не идет.

Для держателей облигаций Белона самыми важными из перечисленного выше мы считаем комментарии по поводу инвестиционных аппетитов компании. Из опубликованных цифр следует, что 2007 г. – «пиковый» для Белона с точки зрения инвестиций (около 200 млн. долл. против 500 млн. долл. в 2008-2012 гг.). На наш взгляд, снижение инвестиций в сочетании с прогнозируемым ростом операционной прибыли должно способствовать улучшению показателей долговой нагрузки начиная с 2008 г. А вот по итогам 2007 г. она по-прежнему будет достаточно высокой, на уровне 5-6х в терминах «Долг/EBITDA». Мы исходим из тех ориентиров по EBITDA, которые озвучил г-н Добров, а также предполагаем, что во 2-м полугодии компания не уменьшит, а скорее увеличит объем финансового долга (см. табл.).

Принимая во внимание альянс с Магниткой, а также высокую фундаментальную привлекательность угольной отрасли (кстати, с августа 2007 г. рыночная капитализация Белона выросла более чем на 60% и достигла почти 800 млн. долл.), мы не испытываем серьезного беспокойства по поводу кредитоспособности компании.

Вместе с тем, в текущей конъюнктуре мы не видим какого-либо потенциала сужения спредов в облигациях Белона, как, впрочем, и в остальных выпусках 2-3 эшелонов, торгующихся с доходностью 10-12% и не «репуюемых» в ЦБ.

Ключевые финансовые показатели группы Белон, МСФО

Млн. руб.	6 мес. 2006 г.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	2007 г. прогноз	2008 г. прогноз
Выручка	4 855	10 430	6 792	≈ 12 250	≈ 18 500
EBITDA	645 (833)*	1 471	1 333	≈ 1750	≈ 5 100
Чистая прибыль	35 (1 374)*	1 222	212		
Финансовый долг	6 279	6 368	9 285		
Собственный капитал	4 014	8 903	9 027		
Активы	11 768	18 314	21 571		
Ключевые показатели					
EBITDA margin (%)	13.3% (17.1%)*	14.1%	19.6%	≈ 14.3%	≈ 27.6%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	4.9 (3.8)*	4.3	3.5	≈ 5-6	
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.56	0.7	1.0		
EBITDA/процентные платежи (x)	4.4 (5.7)	5.7	9.0		

*Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка; * - согласно скорректированной отчетности (на величину отрицательного goodwill)*



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

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, 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.