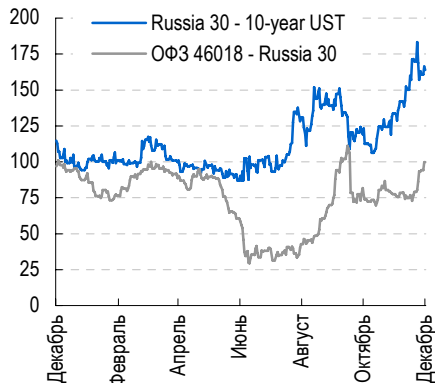
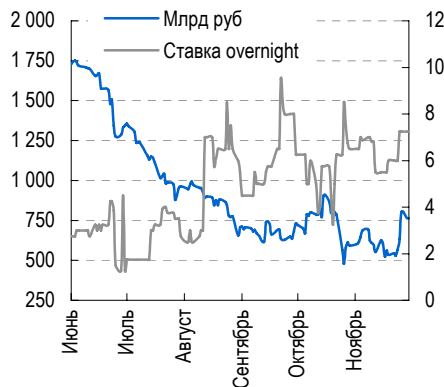


вторник, 4 декабря 2007 г.

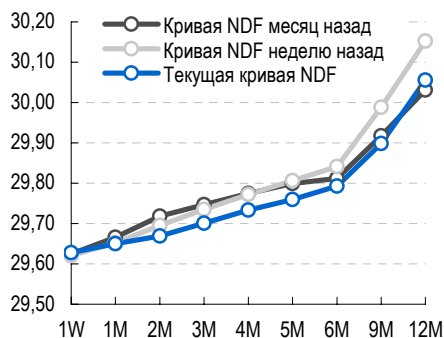
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

4 дек	Размещение руб. обл. Электросталь-1
4 дек	Размещение руб. обл. Желдорипотека-1
4 дек	Размещение руб. обл. Башкортостан-6
4 дек	Размещение руб. обл. НижегородОбл-4
5 дек	Индекс ISM в сфере услуг
5 дек	Размещение руб. обл. Казань-4
7 дек	Nonfarm Payrolls
12 дек	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2

Рынок еврооблигаций

- Вчера рынок в очередной раз «побежал к качеству». Инком-Авто разместила первый транш выпуска CLN (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- К сожалению, ВЭБ, похоже, не намерен «демпинговать» на рынке МБК. Обращаем внимание на Мособласть-7 и ХКФ-2.
- Комментарии к размещениям Башкортостана и Нижегородской обл. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Желдорипотека (NR): комментарий к размещению (стр. 3)**
- Вкратце: Moody's считает, что результаты выборов в России оказывают поддержку суверенному рейтингу страны (Ba2/Стабильный).** Об этом рейтинговое агентство пишет в пресс-релизе, анонсирующем годовой кредитный обзор по России. В целом, комментарии Moody's выдержаны в умеренно-позитивном тоне. Вместе с тем, мы так и не прояснили для себя, собирается ли Moody's повышать российский рейтинг, или нет. Учитывая, что по версии Moody's рейтинг России стоит на 1 ступень ниже, чем по шкале двух других ведущих рейтинговых агентств (BBB+), мы вполне допускаем повышение российского рейтинга от Moody's в ближайшие 1-2 месяца. S&P и Fitch, скорее всего, предпочтут подождать как минимум до завершения президентских выборов.
- Вкратце: Северсталь (Ba2/BB/BB-) отчиталась по МСФО за 9 мес. 2007 г.** Металлургическая группа в очередной раз продемонстрировала достаточно сильные результаты за счет роста объемов производства и благоприятной конъюнктуры цен на продукцию. Чистый долг Северстали на отчетную дату был близок к нулю, выручка за 9 мес. составила 11.2 млрд. долл., показатель EBITDA – почти 3 млрд. долл. Реакция на отчетность в облигациях компании маловероятна.
- Вкратце: ВымпелКом (Ba2/BB+) официально подтвердил намерение приобрести Golden Telecom (Ba3/BB) примерно за 4.3 млрд. долл.** Мы уже комментировали вероятные кредитные последствия этой сделки для ВымпелКома – они будут умеренно-негативными. Соотношение «Долг/ЕБИТДА» у компании, по нашим оценкам, вырастет с 0.7x до 2x. Предсказать реакцию рейтинговых агентств достаточно сложно. Мы думаем, что рейтинги ВымпелКома не будут снижены (хотя возможно изменение прогнозов).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3,85	-0,09	-0,47	-0,85
EMBI+ Spread, бп	253	+7	+47	+84
EMBI+ Russia Spread, бп	169	+10	+30	+73
Russia 30 Yield, %	5,51	-0,04	-0,14	-0,14
ОФЗ 46018 Yield, %	6,51	+0,02	+0,08	-0,01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	678,7	+1,6	+187,0	+12,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	85,4	-2,1	-15,2	-29,3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-189,1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6,29	-0,10	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29,61	-0,03	-0,02	-0,49
Нефть (брент), USD/барр.	89,8	+1,5	-2,3	+29,1
Индекс РТС	2201	-19	-27	+291

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Вчера рынок в очередной раз «побежал к качеству». На этот раз, источником «страшилок» стали заявления представителей **ФРС**, позволивших себе достаточно негативные комментарии относительно состояния американской экономики. Рынки, как полагается в таких случаях, отреагировали снижением котировок акций и доходностей **US Treasuries**. В частности, **10-летние UST** достигли отметки в 3.85%. Вероятность снижения **FED RATE** на 50бп, «заложённая» во фьючерсы, выросла вчера до 44%.

Спрэд **EMBI+** вчера, по понятным причинам расширился (253бп; +7бп). Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (УТМ 5.51%) в понедельник торговался довольно вяло. Его котировки приблизились к 114.0 от номинала (исторический максимум), однако спрэд вновь превысил 160бп. В корпоративном секторе сделок очень мало – экраны брокеров полупусты.

Вчера традиционный прогноз на 2008 г. по долговому сегменту **Emerging Markets** опубликовал инвестбанк **Merrill Lynch**. Аналитики **ML** пишут о том, что в следующем году нам предстоит увидеть две «фазы» развития рыночной ситуации. На первом этапе, по их мнению, стоит скорее ожидать продолжения кризиса доверия и «бегства к качеству». При наступлении второй фазы «аппетит к риску» возрастет. Применительно к российскому сегменту **ML** на первом этапе рекомендует держаться выпусков 1-го эшелона, а затем переключиваться в облигации представителей металлургической отрасли и частных банков. Никаких оценок временных границ первого и второго этапов аналитики **ML** не сделали.

В США сегодня будет опубликована **статистика** по продажам автомобилей. Мы не думаем, что она окажет заметное влияние на рынок. Скорее всего, **US Treasuries** будет следовать за рынком акций.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Интерфакс сообщает, что компания **Инком-Авто** разместила первый транш 3-летних CLN с годовым пут-опционом по цене 101% от номинала. Объем составил 40 млн. долл., доходность сложилась в размере 12.75% (свопы+850бп). Нам кажется, что этот уровень близок к «справедливому». Более длинный рублевый выпуск **Инком-Лада-3** торгуется около 12.90% по доходности (спрэд к свопам около 660бп), однако он входит в **котировальный список А1**.

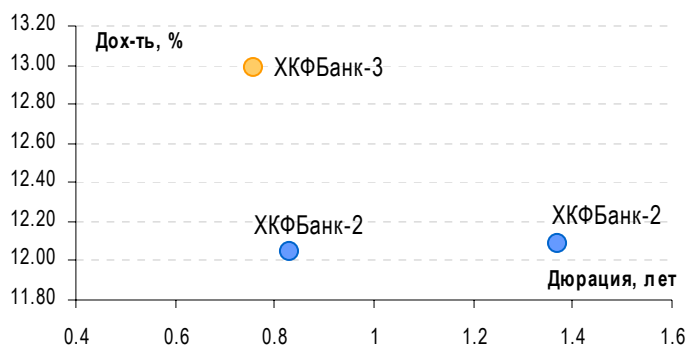
Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ситуация на денежном рынке вчера получила интересное развитие. Несмотря на то, что объем прямого **репо** с ЦБ снизился на 40 млрд. рублей до 153 млрд., ставки денежного рынка подросли примерно на 0.5% (до 6.0-6.5%). Похоже, что рынок (да и мы в том числе) несколько переоценили готовность ВЭБа «делиться» поступившей к нему из бюджета ликвидностью. По нашей информации, банк действительно предоставляет средства на МБК, но точно не «демпингует».

Закономерно развивались события и на долговом рынке – многие инвесторы решили зафиксировать прибыль. Котировки длинных ОФЗ снизились на 15-20бп. Коррекция в облигациях 1-го эшелона была менее значительной. Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **МосОбласть-7** (+10бп; УТМ 7.25%) – его спрэд к ОФЗ сейчас примерно на 10бп шире, чем у облигаций Мособласти **5-й** и **6-й** серий. Кроме того, интересной может быть покупка облигаций **ХКФБанк-2** (УТР 12.98%), их котировки вчера снизились примерно на 20-25бп, в то время как остальные выпуски банка прибавили в цене около 30бп:



В заключение отметим, что сегодня на рынке должны появиться еще около 25 млрд. руб. «свежей» ликвидности – ЦБ вчера покупал валюту (около 1 млрд. долл.).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Сегодня состоится размещение облигаций **Башкортостан-6** (ВВ/Ва1) и **Нижегородская область-4** (ВВ-). Оба выпуска, на наш взгляд, довольно интересны, так как имеют высокие шансы попасть в **Ломбардный список**.

По облигациям **Башкортостан-6** уже определен купон в размере 8%, срок обращения облигаций составит 3 года. Более короткий 5-й выпуск сейчас торгуется на уровне 7.50%, но он уже включен в Ломбардный список. На наш взгляд, новый выпуск должен размещаться с премией за паузу перед попаданием в «заветный» список. Таким образом, его справедливую доходность мы оцениваем в диапазоне 8.05-8.15%, что соответствует цене в 100.00-100.30% от номинала.

Размещение **4-го выпуска Нижегородской области** пройдет в форме конкурса по ставке 1-го купона. Срок обращения облигаций – 5 лет. За счет амортизационной структуры дюрация, по нашим расчетам, составит около 3 лет. Сейчас на рынке обращается чуть более короткий выпуск **НижОбласть-3** (УТМ 7.85%), он включен и в Ломбардный список, и в котировальный список А1. На наш взгляд, инвесторы вполне справедливо могут требовать премию около 100бп по новому выпуску за временное отсутствие «регалей».

Вчера компания Нитол объявила новую полугодовую оферту по выпуску **Нитол-2** по цене 99.5% от номинала, доходность к новой оферте составит около 13.20%.

Также стало известно, что **ЕБРР** (Ааа/ААА) разместил 3-летние еврооблигации на 2 млрд. рублей с доходностью 6.60%. Одновременно **KfW** (Ааа/ААА) провел доразмещение выпуска с погашением в феврале 2012 г. на 500 млн. рублей по доходности 6.37%. Размещения прошли ниже кривой NDF.

Желдорипотека (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа ЗАО «Желдорипотека» объемом 1.5 млрд. руб. с полуторогодовой офертой.

На наш взгляд, с точки зрения кредитного профиля Желдорипотека (ЖДИ) очень напоминает другого, уже знакомого рынку эмитента – Жилсоципотеку (ЖСИ). На самом деле, найти принципиальные отличия между «близнецами» практически невозможно (разве что, организационно-правовая форма в одном случае – некоммерческий фонд, а в другом – ЗАО).

Обе компании – 100%-ные «дочки» РЖД (А3/ВВВ-/ВВВ+), занимающиеся девелопментом и строительством в первую очередь для обеспечения жильем работников транспортной монополии. Обе по формальным

признакам имеют достаточно слабый финансовый профиль (см. табл.), а основным «комфортным» фактором является поддержка со стороны материнской группы. Принимая во внимание «социальную» функцию» ЖДИ и ЖСИ, мы полагаем, что в стресс-сценарии РЖД с высокой вероятностью окажет поддержку двум своим «дочкам». Это также подтверждается «комфортными письмами», подписанными от лица РЖД. Еще одной иллюстрацией поддержки ЖДИ и ЖСИ со стороны РЖД являются долгосрочные 16-летние кредиты с процентной ставкой от 0% до 5%, на которые приходится «львиная доля» фондирования компаний. На наш взгляд, аналитически такие кредиты смело можно отнести к equity-like debt, т.е. скорее к собственному капиталу, чем к финансовому долгу.

Облигации ЖСИ в настоящее время торгуются с доходностью около 13.5%. Спрэд к кривой материнской компании – около 650бп. На наш взгляд, это очень привлекательная премия, даже с учетом низкой ликвидности и слабой «репутации» облигаций. Насколько мы понимаем, дебютный выпуск ЖДИ будет размещен «рядом» с выпусками ЖСИ.

Ключевые финансовые показатели ЖДИ и ЖСИ, РСБУ				
Млн. руб.	ЖДИ 2005 г.	ЖДИ 2006 г.	ЖДИ 1П 2007 г.	ЖСИ 9М 2007 г.
Выручка	1 263	2 148	1 255	2 972
Операционная прибыль	44	146	86	662
Чистая прибыль	61	86	4	273
Финансовый долг (без учета займов РЖД)	36	1 247	3 025	1 944*
Собственный капитал (с учетом займов РЖД)	7 546	7 627	7 631	431
Активы	8 936	14 448	17 411	4 700
Ключевые показатели				
Операционная рентабельность (%)	3.5%	6.8%	6.8%	22%
Рентабельность чистой прибыли (%)	4.8%	4%	0.3%	9.2%
Финансовый долг/Операционная прибыль (x)	0.8	8.5	17.6	2.2
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.005	0.16	0.4	4.5

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка; *- данные по доли займов РЖД отсутствуют



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 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.