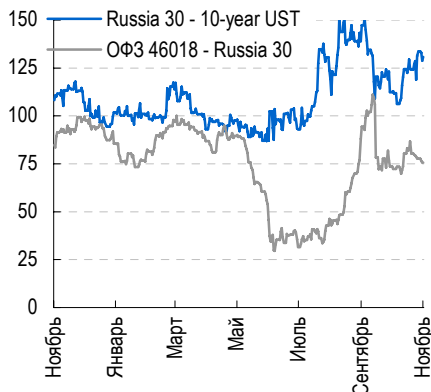
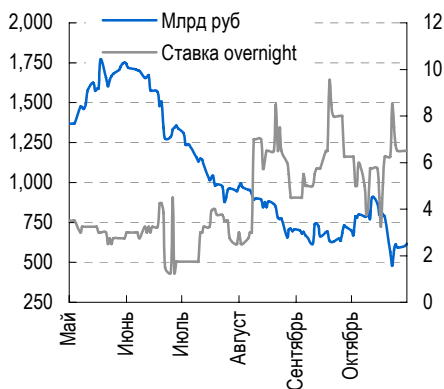


среда, 7 ноября 2007 г.

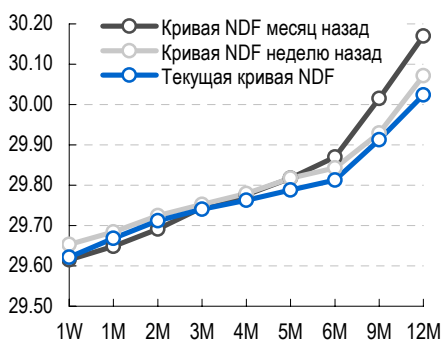
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 5 млрд.)
8 ноя	Размещение руб. обл. Таттелеком-4
8 ноя	Размещение руб. обл. Иркутская Обл-5
9 ноя	Индекс цен на импорт в США
13 ноя	Размещение руб. обл. ИвановскаяОбл-1
13 ноя	Статистика по рынку жилья в США
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
21 ноя	Аукцион ОФЗ 46021 (RUB 6 млрд.)

### Рынок еврооблигаций

- Вчера основными движущими силами на рынке **US Treasuries** были многочисленные заявления влиятельных чиновников и финансистов по поводу возможных последствий ипотечного кризиса для экономики США, положения крупнейших банков и перспектив **FED RATE**. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Вчера мы не отметили никаких серьезных изменений ни на денежном, ни на долговом рынках.
- Если **ЦБ** и **Минфин** продолжат пополнять ликвидность также медленно, как сейчас, в рублевых облигациях могут начаться более активные продажи. Об облигациях **Русского Стандарта** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Матрица (NR):** долговая нагрузка по итогам 3-го квартала остается высокой (стр. 3).
- ВолгаТелеком (S&P BB-):** нейтральные результаты за 9 мес. 2007 г. (стр. 4)
- Вкратце: ТОП-КНИГА (NR) отчиталась по РСБУ за 9 мес. 2007 г.** По понятным причинам, на 3-й квартал пришелся пик продаж этой розничной сети. Выручка за 9 мес. составила 5.4 млрд. руб. (+34.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). Компании не удалось избежать достаточно типичной для ритейлеров «болезни роста», связанной со снижением рентабельности по мере экспансии. Показатель EBITDA margin снизился до 7.0-7.5%, в то время как в 2006 г. он составил 10%. За счет взвешенной долговой политики компании пока удается избежать резкого роста показателей покрытия долга – соотношение «Долг/EBITDA» почти не изменилось по сравнению с 2006 г. и составляет около 4x. Мы нейтрально относимся к облигациям ТОП-КНИГА-2 на текущих уровнях (YTW 13.5%), т.к. не ждем улучшения кредитных характеристик компании в краткосрочной перспективе.
- Вкратце: S&P позитивно оценивает перспективы украинских банков и может пересмотреть их рейтинги в сторону повышения.** (Источник: Интерфакс со ссылкой на выступление аналитика Standard & Poor's). Желающим увеличить свои позиции в облигациях украинских банков мы рекомендуем делать это в моменты новых размещений.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.38	+0.04	-0.26	-0.32
EMBI+ Spread, бп	204	-4	+10	+35
EMBI+ Russia Spread, бп	135	-4	+16	+39
Russia 30 Yield, %	5.66	-0.01	-0.10	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	-0.01	-0.08	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	514.1	+15.2	-12.7	-152.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	103.3	-1.5	-68.6	-11.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-153.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.92	-0.21	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.63	0	+0.01	-0.47
Нефть (брент), USD/барр.	93.3	+2.8	+14.4	+32.6
Индекс РТС	2269	+41	+154	+359

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера основными движущими силами на рынке **US Treasuries** были многочисленные заявления влиятельных чиновников и финансистов по поводу возможных последствий ипотечного кризиса для экономики США, положения крупнейших банков и перспектив **FED RATE**. Судя по итогам дня (доходности UST выросли на 3-4бп), оптимистов вчера было чуть больше. Этому, вероятно, способствовала и позитивная динамика американского рынка акций.

За исключением облигаций **Турции** и **Венесуэлы**, котировки которых вчера выросли (по разным причинам), сегмент **Emerging Markets** вчера демонстрировал ценовую стабильность. Спрэд **EMBI+** сократился на 4 бп до 204бп из-за движений в **US Treasuries**.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (УТМ 5.66%) слабо реагируют на происходящее. Спрэд остается на уровне 132-133бп. В корпоративном сегменте активность минимальна. Мы отметили разве что точечный спрос на длинные выпуски **TMENRU 17** (УТМ 7.98%) и **TMENRU 18** (УТМ 8.04%), которые продолжают предлагать очень привлекательный спрэд к облигациям **GAZPRU** и **LUKOIL**.

В США сегодня выходит статистика по потребительскому кредитованию и производительности труда.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Вчера стало известно о готовящемся размещении дебютного выпуска евробондов **ФСК** (Ваа2/BB+). Кроме того, министр финансов **Украины** (В1/BB-/BB-) объявил о скором размещении новых 10-летних суверенных еврооблигаций. Детали этих сделок пока не сообщаются. В лентах новостей также появлялось сообщение о возможном выходе на рынок правительства **Казахстана** (Ваа2/BBB-/BBB), однако затем оно было опровергнуто казахстанскими чиновниками.

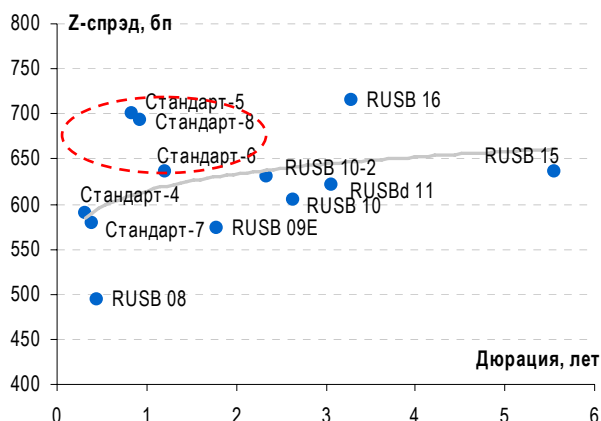
## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

«Пустой день». Вчера мы не отметили никаких серьезных изменений ни на денежном, ни на долговом рынках. Ставки overnight по-прежнему составляют около 6.5-7.0%, объемы репо с ЦБ почти не снижаются (151 млрд. руб.). В госбумагах торговая активность была минимальной. Котировки **ОФЗ** немного снизились – возможно, из-за сегодняшнего аукциона (см. вчерашний комментарий). В корпоративном секторе ощущается небольшое давление со стороны продавцов. Однако цены существенно не изменились. Лишь некоторые выпуски потеряли 10-15бп.

В рубрике «торговые идеи» сегодня мы обращаем внимание на **5-й** и **8-й** выпуски **Русского стандарта**: с точки зрения спрэдов к свопам, они заметно выбиваются из кривой:



Сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ на сегодня выросла лишь на 13.7 млрд. до 617.4 млрд. рублей. Причины очевидны – обещанной: «лавины» бюджетных денег пока нет, да и Банк России уже неделю как не покупает валюту. Если скорость пополнения рублевой ликвидности в ноябре не изменится, а ставки не упадут ниже 6%, то в рублевых облигациях могут начаться более активные продажи. Однако мы полагаем, что инвесторы еще подождут бюджетных денег на этой и следующей неделе, воздерживаясь от резкого сокращения портфелей.

## Холдинг Матрица (NR): нейтральные результаты за 9 месяцев 2007 г.

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

Вчера холдинг Матрица опубликовал «управленческую отчетность по МСФО» за 9 месяцев 2007 г. Напомним, что речь идет о группе, включающей в себя продуктовую розницу, оптовую торговлю алкоголем и девелоперские проекты.

Среди позитивных моментов отчетности мы отмечаем быстрые темпы роста выручки (+46% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.), а также сохранение высокой рентабельности по EBITDA (10%, см. таблицу). Напомним, что компания функционирует в условиях «мягкой» конкуренции (регион «закрыт» для федеральных сетей) и имеет большую долю помещений в собственности.

Долговая нагрузка компании остается высокой – 6.7x в терминах «Долг/EBITDA». С точки зрения структуры баланса все не так плохо – соотношение «Долг/Собственный капитал» составляет 1.4x.

Мы пока не смогли найти объяснение большому объему «прочих расходов», фигурирующих в отчете о прибылях и убытках (161 млн. руб.), а также отчете о движении денежных средств (727 млн. руб.). Возможно, это расходы, связанные с девелоперскими проектами группы. В этом смысле прозрачность компании оставляет желать лучшего. В то же время, мы отмечаем безусловный прогресс Матрицы в части раскрытия информации – далеко не каждая розничная компания 2-3 эшелонов ежеквартально публикует консолидированную отчетность. К сожалению, первая аудированная отчетность Матрицы по МСФО ожидается лишь в мае 2008 г.

В комментариях к отчетности компания сообщает, что в качестве «подушки» ликвидности имеет около 230 млн. руб. неиспользованных банковских лимитов. Насколько мы понимаем, у Матрицы также есть свободная от залога недвижимость.

В настоящее время выпуск облигаций Матрица-1 торгуется ниже номинала с доходностью 17.89%. На наш взгляд, с точки зрения «риск/доходность», облигации выглядят несколько «перепроданными» на общем фоне.

### Ключевые консолидированные финансовые показатели ОАО «Холдинг Матрица», МСФО неаудированная, млн. руб

Млн. руб.	2005 г.	2006 г.	9 месяцев 2007 г.	прирост (к 9 мес. 2006 г.)
Выручка	3 140	4 629	4 408	46%
ЕБИТДА	375	497	441	81%
Чистая прибыль	206	209	65	-18%
Чистый финансовый долг	2 196	2 835	3 922	
Собственный капитал	2 102	3 039	2 750	
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность EBITDA	11.8%	10.7%	10.0%	+2.0 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	6.6%	4.5%	1.5%	-1.0 п.п.
Долг/ EBITDA annualized (x)	5.9	6.2	6.7	
Долг/Собственный капитал (x)	1.0	0.9	1.4	

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

## ВолгаТелеком (NR/BB-/NR): нейтральные результаты за 9 месяцев 2007 г.

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

С кредитной точки зрения финансовые результаты ВолгаТелекома за 9 месяцев 2007 г. в хорошем смысле скучны и неинтересны. Компания демонстрирует сравнительно быстрые темпы роста выручки (+17%, самый высокий показатель среди отчитавшихся МРК Связьинвеста) и удерживает операционную рентабельность на высоком уровне (EBITDA margin 38%). Это позволяет сохранять умеренно-консервативное соотношение «Долг/EBITDA» (1.3х), даже несмотря на увеличение объема долга в абсолютном выражении.

В сегменте МРК Связьинвеста мы по-прежнему считаем привлекательными лишь облигации ЮТК и связываем потенциал роста их котировок с вероятным вхождением выпусков в Ломбардный список ЦБ и дальнейшим повышением рейтингов компании.

### Ключевые финансовые показатели ОАО «Волгателеком»

Млн. руб.	2006 г. РСБУ	6М2007 г. РСБУ	6М 2007 г. МСФО	9М 2007 г. РСБУ
Выручка	21 691	12 249	14 450	18 504
ЕБИТДА (сверху вниз, т.е. как OIBDA)	7 118	4 526	5 473	7 043
Чистая прибыль	2 454	1 665	1 612	2 297
Финансовый долг (по РСБУ – без лизинга)	10 406	10 836	13 265	12 527
Собственный капитал	18 142	19 173	20 268	19 804
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность EBITDA	33%	37%	38%	38%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	1.5	1.2	1.2	1.3
Финансовый долг/ Собственный капитал	0.57	0.56	0.65	0.63

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 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.