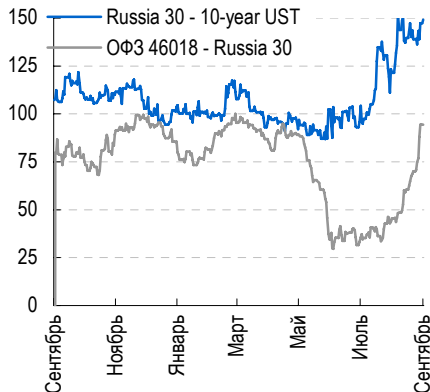
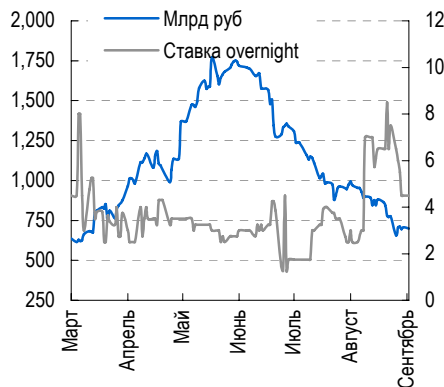


понедельник, 10 сентября 2007 г.

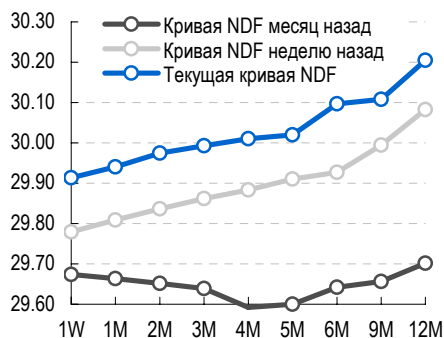
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 сен	Аукцион ОФЗ 46018 (RUB 17 млрд.)
12 сен	Аукцион ОФЗ 46020 (RUB 22 млрд.)
14 сен	Индекс цен на импорт в США
17 сен	Размещение ОБР-3
17 сен	Уплата ЕСН, страховых взносов
18 сен	Заседание ФРС
20 сен	Уплата НДС
20 сен	Размещение руб. обл. Ладья-Ривер-1

Рынок еврооблигаций

■ Данные по рынку труда США оказались сенсационно слабыми. Тем не менее, на наш взгляд, рынок слишком оптимистичен по поводу снижения **FED RATE** (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

■ В первом эшелоне по ряду бумаг обновлены ценовые минимумы. Причины продаж все те же. О новых купонах по выпуску **Главмосстрой-2** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

■ **МЭРТ подготовило и представило в правительство законопроект**, в соответствии с которым кредиторы смогут требовать досрочного погашения обязательств реорганизуемых лиц только в том случае, если докажут в суде, что реорганизация ухудшает финансовое положение заемщика. (стр. 3).

■ **Вкратце: S&P опубликовало умеренно-позитивный комментарий по поводу устойчивости России к глобальному кризису ликвидности.** Рейтинговое агентство указало на сильные фискальные и экономические показатели страны, выразило уверенность в кредитоспособности крупнейших корпоративных заемщиков, а также отметило устойчивость банковской системы в целом. По мнению S&P, серьезным рискам подвержены лишь слабые банки 2-3 эшелонов. На этой неделе S&P обещает опубликовать отчет по банковскому сектору России.

■ **Вкратце: Акционеры Номос-Банка (ВаЗ/В+) могут отказаться от объединения с ХКФ Банком (ВаЗ/В+)** (Источник: Коммерсантъ). Учитывая, что ожидаемый нами кредитный эффект от слияния этих двух банков был близок к нейтральному, то и новости о возможном разрыве альянса мы тоже не считаем «критичными» для держателей облигаций ХКФБ и Номос-банка.

■ **Вкратце: Производитель соков Лебедянский (ВаЗ) опубликовал неплохие результаты за 1-е полугодие 2007 г.** Компания показала высокие темпы роста выручки (+38% в USD) и незначительное снижение операционной рентабельности. Долговая нагрузка остается умеренно-консервативной (Долг/ЕБИТДА < 1.0x). Из-за короткой дюрации, низкой ликвидности и наличия в структуре колл-опционов (по 100.25), спекулятивный потенциал рублевых облигаций Лебедянского (MosPrime+1436п) близок к нулю.

■ **Вкратце: Основатели сети Виктория (NR), продавшие часть своих акций фондам, имеют обязательства по их обратному выкупу в случае неудачи с IPO.** Кроме того, еще часть их акций находится в залоге (Источник: Коммерсантъ). Подобные сделки сейчас достаточно популярны. Правда, высокая долговая нагрузка акционеров – не самая хорошая новость для кредиторов компании.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.38	-0.13	-0.50	-0.32
EMBI+ Spread, бп	237	+8	+25	+68
EMBI+ Russia Spread, бп	145	+5	+23	+49
Russia 30 Yield, %	5.86	-0.04	-0.13	+0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.80	+0.02	+0.38	+0.28
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	463.3	+35.9	+24.7	-202.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	235.2	-45.0	-298.0	+120.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	76.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.33	+0.20	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.90	+0.03	+0.24	+0.22
Нефть (брент), USD/барр.	75.1	+0.3	+4.7	+14.4
Индекс РТС	1898	-23	+1	-12

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вышедшие в пятницу августовские данные по рынку труда США неприятно поразили участников рынка. Впервые за последние 4 года показатель вновь созданных рабочих мест в несельскохозяйственных секторах оказался отрицательным. Похоже, что ипотечный кризис уже отразился на «здоровье» всей экономики США. На этом фоне усилились ожидания снижения **FED RATE** на сентябрьском заседании ФРС. Сейчас фьючерсы указывают на 100%-ную вероятность снижения ставки по меньшей мере на 25бп. Снижение на 50бп, по мнению участников рынка, произойдет с вероятностью 76%. Доходности **US Treasuries** в пятницу резко снизились. Доходность **10-летних бумаг** опустилась на 13 бп до 4.38%, а **2-летних** – на 18ба до 3.90%.

Ралли в **UST** традиционно сопровождалось расширением спрэдов сегмента **Emerging Markets** в среднем на 8-10бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.86%) несколько прибавил в цене вслед за US Treasuries, но спрэд расширился почти до 150бп.

На этой неделе **US Treasuries** и еврооблигации **EM**, вероятно, продолжат активно реагировать на статистику, комментарии регуляторов, спекуляции по поводу снижения **FED RATE**, а также новости о возможных новых банкротствах финансовых компаний. Мы полагаем, что рынок чрезмерно оптимистичен по поводу темпов снижения ключевой ставки, поэтому ожидаем роста доходностей **UST** и сужения спрэдов **EM**.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу продажи на рынке продолжились. Основным источником негативных настроений, по нашим оценкам, по-прежнему является российский валютный рынок, который сигнализирует о продолжении оттока капитала (покупки долларов, ослабление рубля к бивалютной корзине). Это не значит, что продавцами облигаций выступают только нерезиденты. На наш взгляд, и среди российских участников рынка желающих сократить позиции хватает. Это и банки, повышающие ликвидность в связи с угрозой сокращения объемов фондирования на рынках капитала, и фонды, у которых наступают margin-calls по позициям, открытым «с плечом».

Многие бумаги первого эшелона (**Газпром-8, Газпром-9, МосОбл-7**) в пятницу достигли своих исторических минимумов. Снижение котировок составило 20-30бп. В госсекции также преобладали продажи, особенно в длинных выпусках **41018** и **46020**. Напомним, что, по нашему мнению, на предстоящих в среду доразмещениях этих выпусков Минфин, скорее всего, намеренно продаст лишь небольшой объем, минимизировав изъятие ликвидности в столь напряженный для банковской системы момент.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

Стали известны 4-й и 5-й купоны по выпуску **Главмосстрой-2**. Они установлены на уровне 10.0%. Несмотря на то, что размер купонов вполне соответствует фундаментальному кредитному профилю эмитента, в текущих рыночных условиях он вряд ли достаточен для того, чтобы убедить держателей выпуска не пользоваться офертой.

Права кредиторов в случае реорганизации заемщика могут «урезать»

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

Минэкономразвития подготовило и представило в правительство законопроект, облегчающий все виды реорганизации юридических лиц. В частности, кредиторы смогут требовать досрочного погашения обязательств реорганизуемых лиц только в том случае, если докажут в суде, что изменения ухудшают финансовое положение заемщика. Госдума рассмотрит законопроект в первом чтении в ходе осенней сессии (Источник: Reuters со ссылкой на замглавы МЭРТ А.Попову).

На наш взгляд, предлагаемые изменения «теоретически» разумны и, как это ни парадоксально, полезны не только с точки зрения заемщиков, но и, в определенной степени, – с точки зрения кредиторов, в т.ч. держателей облигаций. Правда, для кредиторов в законодательных поправках, безусловно, есть ряд негативных моментов.

В соответствии с действующими нормами законодательства, любая реорганизация заемщика (даже смена организационно-правовой формы) дает кредиторам право требования досрочного погашения обязательств (Статья 60 ГК РФ). Безусловно, это несколько «чрезмерная» степень защиты интересов кредиторов, создающая массу неудобств для заемщиков. А любые неудобства для заемщиков – это, в конечном счете, дополнительные риски для кредиторов.

В соответствии с мировой практикой кредитных соглашений, требовать досрочного погашения инвесторы могут лишь в том случае, если то или иное событие оказывает «значительный негативный эффект» (material adverse effect) на способность заемщика исполнять свои обязательства. Формулировка, предлагаемая МЭРТ, судя по всему, аналогична. Правда, в мировой практике независимым арбитром, принимающим решение о «значительности эффекта», часто выступает не суд, а «трасти» (Trustee), что позволяет снизить транзакционные издержки и сделать процедуру более быстрой. В предлагаемом МЭРТ законопроекте роль арбитра отдана суду, что вряд ли обрадует российских кредиторов.

Для инвесторов в российские облигации сегодняшняя новость означает, что с момента принятия поправок (вероятно, это произойдет не ранее 2008 г.) станет невозможна реализация торговых идей и стратегий с расчетом на вероятный дополнительный пут-опцион в связи с реорганизацией. Наиболее часто такие идеи выдвигаются в отношении российских электроэнергетических компаний.



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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@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.