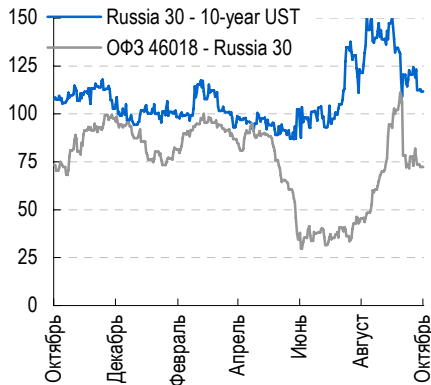
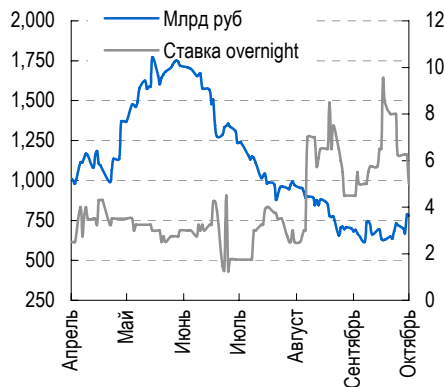


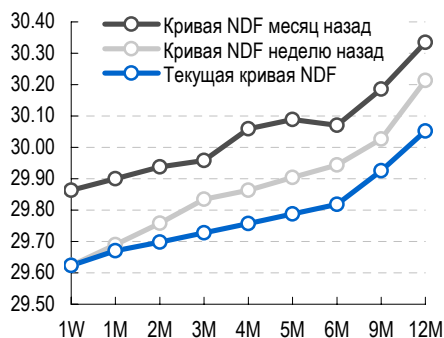
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

11 окт	Индекс цен на импорт в США
11 окт	Размещение руб. обл. МИА-4
11 окт	Размещение руб. обл. Элис-1
12 окт	Индекс цен производителей в США
12 окт	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
15 окт	Уплата ЕСН, страховых взносов
16 окт	Статистика по промышленности в США
17 окт	Аукцион ОФЗ 26199 (RUB 3 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- **UST** волатильны. Растет аппетит к **EM**, в т.ч. к **российским корпоративкам**. **JPMorgan** ожидает углубление «кредитного кризиса» (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Ралли продолжается по известным причинам. Обращаем внимание на «стоимость хеджа» и выпуск **САНОС-2**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **S&P** снизило рейтинг Копейки до преддефолтного «**СС**», изменив прогноз на «**Негативный**». Так ли все плохо? Наш комментарий (стр. 3)
- **Казаньоргсинтез (NR/B-V)**: хорошие результаты по **МСФО** за 1-е полугодие. (стр. 4)
- **Вкратце: Центробанк снизил ставку по операциям «валютный своп» с 10% до 8%**. Это еще один способ поддержки ликвидности российских банков. На наш взгляд, весь комплекс мер, предпринимаемых ЦБ и Минфином (расширение возможностей по рефинансированию, снижение резервов, «накачка» бюджетных расходов), способен улучшить ситуацию с рублевой ликвидностью и, тем самым – спровоцировать рост котировок рублевых облигаций. По нашим оценкам, «лучше рынка» могут вести себя банковские облигации и корпоративные выпуски 2-3 эшелонов, т.е. те, кто сильнее всего пострадал в период «сжатия» ликвидности.
- **Вкратце: Инфляция за первые 10 дней октября составила 0.5%** (Источник: Интерфакс со ссылкой на главу ЦБ). Мы считаем, что ускорение темпов роста потребительских цен на руку инвесторам в рублевые облигации, т.к. в текущей ситуации ЦБ не будет ужесточать монетарную политику, а скорее прибегнет к укреплению национальной валюты. «Инфляционная» статистика может привести к снижению ставок NDF, росту интереса нерезидентов к рублевым облигациям и притоку капитала.

- **Вкратце: Отчетность корпорации МиГ (NR) за 1-е полугодие 2007 г. отражает по-прежнему высокую долговую нагрузку** («Долг/EBITDA годовая» ≈ 20x). Насколько мы понимаем, одной из причин отсутствия улучшений является задержка в исполнении Алжирского контракта. Основным фактором поддержки кредитного профиля компании остается высокая степень господдержки. Мы нейтрально относимся к облигациям МиГа на текущих уровнях (9.3%).

Другие корпоративные новости – стр. 5

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.65	0	+0.33	-0.05
EMBI+ Spread, бп	187	+1	-59	+18
EMBI+ Russia Spread, бп	115	+1	-37	+19
Russia 30 Yield, %	5.77	0	-0.06	+0.12
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	0	-0.27	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	603	+43.7	+153.9	-63.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	176.9	-50.3	-55.6	+62.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.71	+0.11	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.31	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	78.6	+1.1	+2.2	+17.9
Индекс РТС	2144	+2	+232	+234

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки **US Treasuries** вчера вновь показали волатильность. До 18.00 МСК доходности динамично росли (UST10уг достигала 4.70%) на ожиданиях высокого индекса цен производителей (он, кстати, оправдал ожидания). Однако впоследствии снова начались покупки. Среди причин называются слабые цифры по розничным продажам и снижение фондовых индексов США. В результате US Treasuries завершили торговый день на 1-2бп ниже уровней доходности среды.

В отсутствие откровенно плохих новостей о проблемах, связанных с «кредитным кризисом», инвесторы все с большим аппетитом смотрят на рискованные активы. Спрэд **EMBI+** продолжает сужаться, вчера он составил 183 бп (-4бп). Наибольший рост среди бенчмарков Emerging Markets – у выпуска **VENZ 34** (YTM 8.60%), который вчера прибавил в цене 1 1/4 пп.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.76%) не изменились, спрэд к **UST10** в течение дня сужался до 106 бп., но по итогам сессии вернулся к 111-112 бп. В корпоративном сегменте продолжают покупки, преимущественно в 1-м эшелоне. Активнее всего покупают выпуски **RASPAD 12** (+3/4 бп; YTM 7.98%) и **TMENRU 18** (+1/2; YTM 8.00%). Мы также видели небольшой спрос и в банковском секторе: выросли котировки таких выпусков, как **ALFARU 12** (+1/2 бп.; YTM 9.60%) **ALFARU 15** (+1/2 бп; YTM 10.05%) **СТРЕТЕ 17** (+1/2 бп; YTM 12.05%). На наш взгляд, сегодня рост вполне может продолжиться. Среди наиболее привлекательных бумаг – все еще отстающие от рынка **EUCHEM 12** (YTM 8.58%) и **ALROSA 14** (YTM 6.98%).

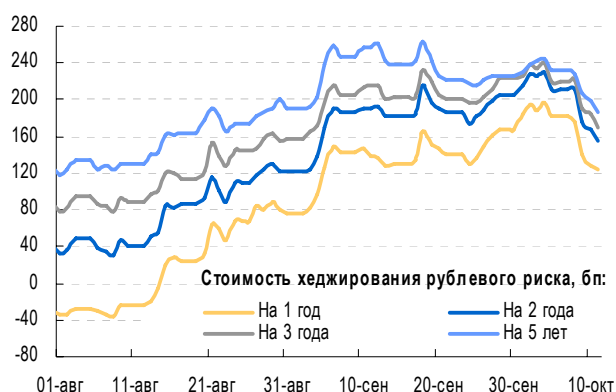
Сегодня в США выходят данные по инфляции (индекс цен производителей) и розничным продажам. В заключение, обращаем ваше внимание на сообщение **Reuters** об отчете **JP Morgan**, который предвещает углубление «кредитного кризиса» и называет текущий период «затишьем перед бурей».

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

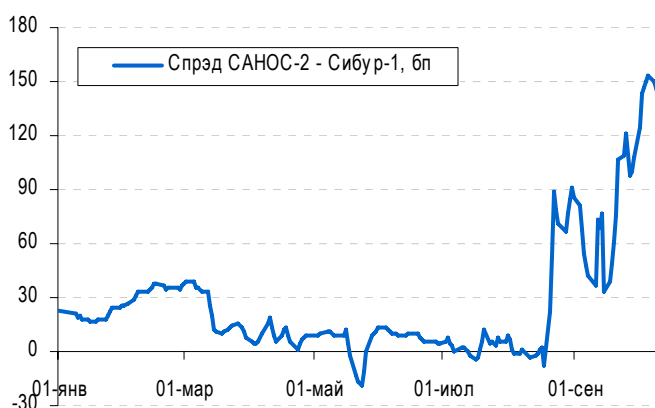
В рублевых облигациях вчера царили достаточно оптимистичные настроения, чему способствовал целый ряд факторов. Это и фактическое улучшение ситуации с ликвидностью, и очередные «дружественные действия» **ЦБ** по отношению к банковской системе (см. стр. 1). Мы также обращаем внимание на то, что стабилизация на внешних рынках в сочетании с мерами **ЦБ** по снижению ставок на денежном рынке и высокими инфляционными данными (см. стр.1) ведут к постепенному снижению ставок **NDF** и росту относительной привлекательности рублевых облигаций для нерезидентов. Ключевым индикатором последнего является так называемая «стоимость хеджа», т.е. разница между долларовыми процентными свопами и рублевыми **CCS/NDF** ставками. Вот этот график с 3-й страницы нашего ежедневного «**Портрета рынка в цифрах**» хорошо иллюстрирует динамику последних дней:



Кстати, в унисон с этой тенденцией продолжаются продажи валюты в ЦБ. Вчера, по оценкам наших дилеров, Центробанк приобрел еще около 500-700 млн. долл. Кстати, вчерашние комментарии главы ЦБ о том, что за первые 10 дней октября Банк России приобрел около 8 млрд. долл., подтверждают правильность предыдущих наблюдений нашего FX-диллинга.

Котировки во 2-3 эшелонах сейчас растут опережающими темпами по сравнению с blue chips (50бп против 10-15бп), что вполне логично (тенденция, обратная «бегству к качеству»). Так, вчера спросом пользовался вышедший на торги после «купона» **ЕЭСК-2** (+50бп; УТР 10.64%), а также облигации **МОЭСК-1** (+31бп; УТМ 8.53%). Не ослабевает интерес и к облигациям лидеров ритейла – **Х5-Финанс-1** (+24бп; УТР 8.63%) и **Седьмой континент-2** (+15бп; УТР 9.81%).

Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **САНОС-2** (+35бп; УТМ 9.54%). В период «сжатия» рублевой ликвидности он пострадал сильнее, чем **Сибур-1** (УТР 8.31%). Напомним, что обе компании являются нефтехимическими «дочками» Газпрома.



Единственной «ложкой дегтя» стало рейтинговое действие **S&P** в отношении **Копейки**, которое мы комментировали вчера (повтор комментария см. ниже).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

Процентная ставка по облигациям **МИА-4** была вчера установлена на уровне 9.00% (УТР 9.31%). Ранее мы оценивали справедливую доходность в диапазоне 8.80-9.00%. По выпуску **Жилсоципотека-1** (УТР 15.45%) были установлены купоны до погашения в размере 7.00% (ранее 11.50%). Объем займа составляет 600 млн. рублей. Учитывая поддержку материнской группы (РЖД), мы не сомневаемся, что компания сможет выполнить обязательства по оферте.

Копейка (СС): так ли все плохо?

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

Агентство Standard & Poor's вчера объявило о снижении рейтинга торговой сети Копейка с «В-» до «СС» – самой низкой «преддефолтной» категории по шкале S&P для эмитентов. При этом прогноз рейтинга – «Негативный». Тем самым агентство указывает на очень высокую вероятность дефолта Копейки.

В качестве причины такого действия S&P называет агрессивную финансовую политику розничной сети, которая вылилась в высокую долговую нагрузку. В сочетании с возросшими системными рисками рефинансирования и большим объемом короткого долга, это вызвало серьезную тревогу агентства.

Мы связались с аналитиком S&P и выяснили важную деталь: в рейтинге Копейки по-прежнему не учитывается фактор поддержки со стороны основного акционера – финансовой корпорации Уралсиб. Насколько мы

поняли, S&P не удалось провести встречу с ФК Уралсиб, а значит оценить, насколько акционер заинтересован поддержать компанию и есть ли у него для этого соответствующие ресурсы. В этой ситуации рейтинговое агентство предпочло исходить из консервативного сценария. По нашему мнению, возможно логичнее в этой ситуации с точки зрения подачи правильных сигналов рынку выглядел бы отзыв рейтинга.

Мы предполагаем, что финансовый профиль Копейки действительно выглядит достаточно плачевно. Компания, вероятно, перегружена долгом и демонстрирует крайне низкую рентабельность на операционном уровне. Кроме того, мы не склонны переоценивать финансовые возможности ФК Уралсиб. Несмотря на то, что эта корпорация контролирует крупнейший в стране частный банк, в ситуации глобального кризиса ликвидности способности Уралсиба по кредитованию тоже, вероятно, ограничены. Кроме того, по сообщениям СМИ, основной бенефициар Уралсиба недавно выкупил долю партнера в корпорации, что могло ограничить его (бенефициара) финансовую гибкость.

Тем не менее, по нашим ощущениям, риск дефолта Копейки сейчас не настолько велик, как это следует из таблицы статистики дефолтов S&P (25-30% в 1-й год наблюдений для рейтингов «ССС/С»). Мы полагаем, что для ФК Уралсиб, инвестировавшей в приобретение Копейки сотни миллионов долларов, мотивация спасти компанию от дефолта достаточно высока. Помимо риска потери инвестиций есть и важный репутационный аспект. Основные активы корпорации сконцентрированы в финансовом секторе, где репутация и кредитная история имеют колоссальную ценность. Поэтому мы считаем, что Уралсиб сможет найти необходимые ресурсы для поддержки сети. Помимо прямой поддержки (через кредитование или увеличение капитала), ФК Уралсиб может просто продать Копейку более сильному российскому или иностранному ритейлеру, тем более что аппетит к такого рода активам по-прежнему очень высок. Улучшение общей ситуации с рублевой ликвидностью также должно способствовать благополучному рефинансированию долгов Копейки.

На новостях о снижении рейтинга компании доходности ее рублевых облигаций резко выросли и в отдельные моменты торгов превышали 30%. На наш взгляд, с доходностью около 20% и выше этот риск выглядит очень привлекательно. В то же время, подобную доходность по-прежнему можно получить и в других интересных бумагах (например, позиция с «плечом» в «репуюемых» ЦБ выпусках Русского Стандарта).

Казаньоргсинтез (NR/B-/V): хорошие результаты за 1-е полугодие

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

По итогам января-июня 2007 г. компания продемонстрировала впечатляющий рост выручки (+43.6%) и операционной рентабельности, а также почти трехкратное увеличение чистой прибыли (см. табл.). По нашим оценкам, эти результаты в первую очередь отражают улучшение конъюнктуры цен на продукцию компании (в т.ч. полиэтилен), а также незначительные последствия весеннего конфликта с Газпромом – ключевым поставщиком сырья. Напомним, что КОС в этот период проводил «плановые ремонты», а также получал сырье от «дружественных» НКНХ и Татнефти.

Рост операционной прибыли позволил КОСу улучшить показатели покрытия долга и процентных платежей, несмотря на увеличение объема долга.

Мы полагаем, что в дальнейшем котировки еврооблигаций **KZOSRU 11** (9.3%) будут в первую очередь реагировать на спекуляции о возможном переходе предприятия под контроль Газпрома (по примеру САНОСа). Тем более, что заявления об укреплении связей между КОСом и Газпромом появлялись в СМИ уже неоднократно.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Казаньоргсинтез», МСФО

млн. рублей	2006 г.	1 пол. 2006 г.	1 пол. 2007 г.
Выручка	15'384.0	7'185.4	10'318.8
Валовая прибыль	5'524.6	1'869.4	3'452.2
ЕБИТДА	3'403.5	1'183.9	2'965.1
Чистая прибыль	2'511.3	599.9	1'655.0

Долг	12'305.6	н.д.	17'276.0
Чистый финансовый долг	11'521.4	н.д.	16'660.2
Собственный капитал	13'206.2	н.д.	14'240.6
Активы	31'290.8	н.д.	36'608.2
Ключевые показатели			
Валовая рентабельность	35.9%	26.0%	33.5%
EBITDA margin (%)	22.1%	16.5%	28.7%
Чистый финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	3.4	н.д.	2.8
EBITDA/проценты	22.4	14.1	26.7
Чистый финансовый долг /Собственный капитал (x)	0.9	н.д.	1.2

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Другие корпоративные новости

Министр финансов А.Кудрин предложил провести IPO Россельхозбанка, чтобы решить задачу капитализации банка в среднесрочной перспективе (Источник: Reuters). Мы нейтрально воспринимаем подобную инициативу с точки зрения кредитного профиля РСХБ, который основывается на высокой степени господдержки. Очевидно, что даже в случае проведения IPO банк останется под контролем государства. В то же время мы обращаем внимание на актуальность темы капитализации именно для этого банка – бюджетные «инъекции» не успевают за ростом активов РСХБ, поэтому его показатели адекватности капитала находятся вблизи предельных значений («Капитал/Активы» по итогам 1-го полугодия 2007 г. лишь 8.1%). Именно в связи с этим банк сейчас «торопит» бюджет с очередным вливанием в капитал. В любом случае, мы не ожидаем реакции на IPO-новости в котировках РСХБ.

Президент Казахстана Н. Назарбаев считает необъективным недавнее решение S&P о снижении суверенного рейтинга страны. Он поручил правительству «эффективнее проводить разъяснительную работу по тем процессам, которые происходят в экономике». Кроме того, Н.Назарбаев поручил создать фонд объемом 4 млрд. долл. для поддержки банков. Он уточнил, что речь идет прежде всего о тех банках, которые кредитовали строительный сектор и индустриальные проекты (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, подобные комментарии должны способствовать снижению «панических» настроений среди держателей еврооблигаций казахстанских банков.

Альянс «Русский Текстиль» (АРТ; NR) готов к оферте по 3-му облигационному займу, которая намечена на конец октября. Об этом в ходе Интернет-конференции сообщил президент компании К. Волков. АРТ уверен, что к оферте будет предъявлено не более 60% выпуска (Источник: Интерфакс). По всей видимости, компании удалось договориться о рефинансировании выпуска с ключевыми держателями и/или банками-партнерами. Тем не менее, мы не рекомендуем покупать облигации АРТ-3 (УТР 12%), т.к. их доходность, по нашей оценке, не соответствует кредитному риску компании (предположительно высокая долговая нагрузка, недостаточная прозрачность, недавний конфликт акционеров/менеджеров).

Начался суд над крупнейшим совладельцем ЗАО «СМАРТС» Г.Кирюшиным, обвиняемым в мошенничестве (Источник: Интерфакс). В принципе, действия в отношении акционера не должны оказывать заметного влияния на кредитный профиль. Тем не менее, очевидно, что это создает дополнительный дискомфорт для держателей облигаций СМАРТС (основная часть выпуска была выкуплена на днях, доходность около 14.6%).

Интер РАО (NR) ожидает прихода иностранного инвестора в капитал после реорганизации РАО ЕЭС. Среди возможных покупателей называется французский гигант EdF (Aa1/AA-) (Источник: Интерфакс). Мы не считаем, что новости окажут какое-либо влияние на котировки CLN INTRAO 08 (7.8%). Выпуск малоликвиден, но интересен как короткий «защитный» инструмент. Компания имеет высокую стратегическую важность для государства, т.к. контролирует ценные электроэнергетические активы в России/СНГ.



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.