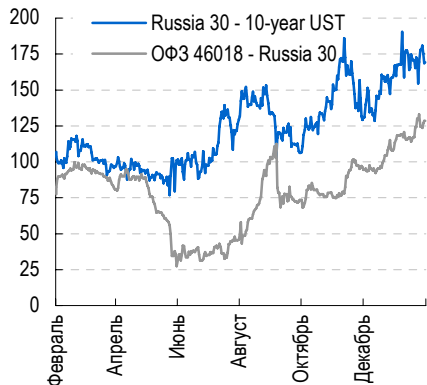
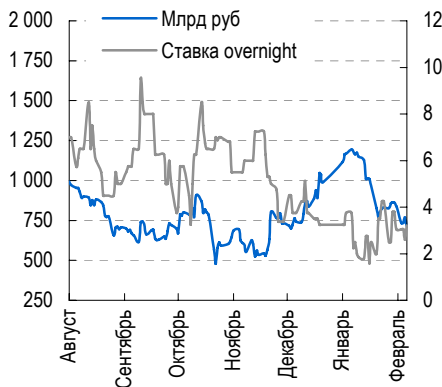


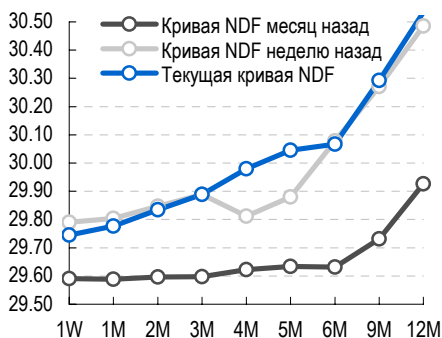
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

14 фев	Публикация торгового баланса США
14 фев	Размещение руб. обл. Микоян-2
15 фев	Индекс цен на импорт в США
15 фев	Индекс Empire Manufacturing
15 фев	Уплата акцизов, ЕСН
20 фев	Размещение ОФЗ-46020 (15 млрд. руб.)
20 фев	Размещение ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)
20 фев	Индекс CPI в США

Рынок еврооблигаций

■ **Retail Sales** оказались лучше ожиданий. **Бернанке** может выступить с позитивной риторикой. **UBS** отчитался о крупных убытках. «**Decoupling**» российского сегмента пока продолжается (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

■ Снижение котировок в ОФЗ и 1-м эшелоне замедлилось, но не остановилось. **МИА-4** в списке **A1**. О планах **Банка Развития** по управлению ликвидностью (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

■ **Микояновский мясокомбинат (NR)**: комментарий к размещению (стр. 4)

■ **Вкратце: Группа Разгуляй (NR)** объявила неплохие предварительные результаты за 2007 г. Выручка компании в прошлом году увеличилась на 38% до 31.7 млрд. руб. Фактически, единственным фактором роста выручки стало резкое повышение цен на зерно, муку и крупу. Сахарный субхолдинг показал результаты на уровне 2006 г. из-за запоздалого введения пошлин на импортируемый сахар-сырец. Рентабельность Разгуляя по EBITDA также не изменилась по сравнению с 2006 г. и составила 14% (4.4 млрд. руб.). Несмотря на инвестиционные расходы на уровне 3.6 млрд. руб. и существенное увеличение оборотного капитала, объем чистого долга Разгуляя вырос не очень значительно (с 10.1 млрд. до 11.5 млрд. руб.), т.к. часть расходов была профинансирована за счет размещения допэмиссии акций (≈ 60 млн. долл.). Соотношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось с 3.2х до 2.6х. В ближайшие месяцы компания планирует разместить еще 2 облигационных займа на общую сумму 5 млрд. руб. Предстоящее размещение оказывает давление на котировки более длинного выпуска Разгуляй-3 (12.5%). Совсем короткому Разгуляй-2 (10.3%) ничего не угрожает.

■ **Вкратце: Заводы Гросс (NR)** планируют реструктуризацию и подготовку отчетности по МСФО с целью выхода на IPO в 2009-2010 гг. (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, это позитивный сигнал для кредиторов компании. Тем не менее, учитывать «намерения» в котировках облигаций Заводов Гросс (13-14%), на наш взгляд, преждевременно. Тем более, что они пока смотрятся не так уж и привлекательно на фоне выпуска более сильного и прозрачного конкурента – Группы Синергия (13.4%).

■ **Вкратце: Группа SocGen (Aa2/AA/AA-)** завершила сделку по увеличению доли в Росбанке (Ba2/NR/B-) до контрольной (Источник: Интерфакс). Единственный сколько-нибудь ликвидный выпуск Росбанка ROSBNK 09 RUB EMTN (10.3%), на наш взгляд, торгуется на «справедливых» уровнях (свопы+370бп).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.73	+0.07	-0.04	-0.30
EMBI+ Spread, бп	277	-3	+22	+38
EMBI+ Russia Spread, бп	179	+1	+19	+32
Russia 30 Yield, %	5.44	+0.02	+0.09	-0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.70	+0.02	+0.24	+0.23
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	552.2	-28.3	-111.9	-336.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	160.5	-29.1	-355.1	+45.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	30.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.63	-0.45	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.72	+0.04	+0.11	+0.08
Нефть (брент), USD/барр.	93.3	+0.4	+0.4	-0.6
Индекс РТС	2004	+23	-336	-287

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Опубликованные вчера данные по розничным продажам в США (**Retail Sales**) оказались лучше ожиданий. Несмотря на то, что некоторые экономисты усомнились в корректности этих цифр, в целом рынок воспринял новости с энтузиазмом. По итогам дня, доходность **10-летних UST** выросла на 7 бп до 3.73%. Доходность **2-летних UST** не изменилась, отражая ожидания дальнейшего снижения **FED RATE**.

Вчера глава ФРС **Бен Бернанке** провел закрытую встречу с представителями Республиканской партии, где, по сообщениям СМИ, поделился неожиданно оптимистичными взглядами на перспективы экономики **США**. По его словам, рецессия в **США** вряд ли наступит, а нынешняя стагнация к весне сменится ростом. Учитывая беспрецедентные масштабы кредитного кризиса в **США**, мы с осторожностью относимся к таким прогнозам.

Спрэд **EMBI+** вчера сузился 36п (277бп). Покупки прошли в волатильных облигациях **Венесуэлы**. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.44%) вчера потерял в цене (около 1/4 пп.), но спрэд к **UST10** все же сократился до уровня в 172 бп. В «корпоративках» ничего интересного мы не отметили.

Несколько слов в развитие темы «**decoupling**», т.е. ослабления корреляции между российским фондовым рынком и «проблемными» американским и европейскими рынками, затронутой нами в специальном комментарии от 31 января. Индексы **Merrill Lynch** и **Citi**, измеряющие степень желания инвесторов «избегать рисков», продолжают расходиться с динамикой российских корпоративных и банковских еврооблигаций (см. диаграмму). Действительно, пока угроза рецессии в **США** не уронила цены на нефть и металлы. Поддержку им оказывает продолжающийся рост экономик сегмента **EM**. Вот и первая полоса «Ведомостей» сегодня посвящена примерно тем же вопросам. Ну что ж, остается лишь пожелать, чтобы так продолжалось и дальше.



Сегодня в **США** будут опубликованы данные по торговому балансу и обращениям за пособиями по безработице. Но главным событием дня станет, безусловно, совместное выступление в **Сенате США** главы **ФРС Бена Бернанке** и министра финансов **Генри Пуолсона**.

Утром о гигантских убытках в 4-м квартале 2007 г. отчитался швейцарский **UBS**. Возможно, эта новость охладит пыл вчерашних оптимистов и спровоцирует снижение доходностей **US Treasuries** в сочетании с расширением спрэдов **EM**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

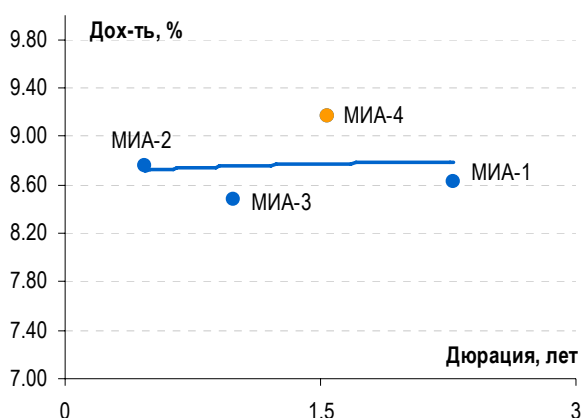
Денежный рынок вчера немного успокоился после волнений начале недели. Объем операций прямого репо с ЦБ сократился в 10 раз до 5.25 млрд. рублей; ставки **overnight** также немного снизились. Это замедлило, но не остановило падение котировок **госбумаг** и выпусков **1-го эшелона**. Заметно лучше обстоят дела в облигациях **2-го эшелона**. В частности, вчера спросом пользовались **Марта-2** (12.33%, +15бп), **ЭМАльянс-1** (11.55%, +25бп), **ИжАвто-2** (15.15%, +25бп). **ИжАвто** в последние дни неоднократно фигурировал в позитивных с кредитной точки зрения новостях о возможной продаже **АвтоВАЗу** и об интересе к сборочным мощностям завода со стороны китайской **Chery**.

Доразмещение **Минфином** 2-х выпусков **ОФЗ** прошло не очень удачно. Видимо, традиционно поддерживающие Минфин госинституты по каким-то соображениям на этот раз решили воздержаться от активного участия. Аукцион по выпуску **ОФЗ 46022**, можно сказать, и вовсе не состоялся – при объеме предложения 3.15 млрд. рублей было продано бумаг всего лишь на 10 млн. рублей; средневзвешенная доходность составила 6.60%. При доразмещении выпуска **ОФЗ 46021** Минфин продал примерно 79% предложенного объема (УТМ 6.46%). Однако, судя по реестру сделок, вряд ли размещение прошло «рыночно», несмотря даже на «оптическую» премию по доходности на уровне 5-6бп – в течение недели с выпуском не было заключено ни одной сделки, поэтому трудно судить, где был рынок на момент аукциона.

Из стоящих обсуждения новостей мы бы хотели отметить сегодняшнюю публикацию в **RBCDaily** по поводу политики **Банка Развития** по управлению временно свободными средствами. Согласно газете, на начало 2008 года Банк Развития разместил на «межбанке» порядка 137 млрд. рублей, а портфель ценных бумаг составил 80 млрд. рублей, из которых примерно 60% приходилось на облигации (рублевые и евробонды). Планируется, что к концу 2008 года портфель ценных бумаг существенно не изменится, а вот присутствие **Банка Развития** на денежном рынке сократится до 13.5 млрд. рублей. Насколько мы понимаем, эти средства (более 100 млрд. руб.) не покинут банковскую систему, а будут инвестированы в различные проекты, т.е. **Банк Развития** вряд ли станет причиной ухудшения ситуации на денежном рынке.

Еще один любопытный вопрос – за какой период был сформирован портфель ценных бумаг **БР**? Если это недавние покупки, то в этом портфеле вполне могли оказаться размещенные «мимо рынка» выпуски **Газпромбанка/Банка Москвы/ВТБ/ВТБ-24/РСХБ**. Мы по-прежнему допускаем две «схемы» размещения подобных выпусков – обмен с последующим рефинансированием в ЦБ и продажа бумаг «институтам развития».

В заключение, отметим, что выпуск **МИА-4** (УТР 9.17%) был включен в котировальный список **A1**. Возможно, сегодня мы увидим небольшой рост его котировок. Однако чтобы занять справедливое положение на собственной кривой, **МИА-4** должен быть включен в **Ломбардный список** (остальные выпуски агентства уже там).



Микояновский мясокомбинат (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа Микояновского мясокомбината (ММК) объемом 2 млрд. рублей с полуторогодовой офертой и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает основная операционная компания группы – ЗАО «Микояновский мясокомбинат».

ММК – третий по величине российский производитель мясной продукции с 4-5%-ной долей рынка. Ключевым регионом присутствия компании являются Москва и Московская область, где ММК контролирует пятую часть рынка. В состав компании входит собственная дистрибьюторская сеть, а также ряд мясоперерабатывающих заводов (Филоновский, Светлоградский и Бутурлиновский). В настоящий момент компания реализует стратегию увеличения степени вертикальной интеграции, предполагающую появление генетически-племенного центра в Орловской области. Инвестпрограмма ММК на 2007-2009 гг. составляет около 1.2 млрд. руб. Насколько мы понимаем, ММК контролируется частной с/х корпорацией «ЭКСИМА».

В кредитном профиле ММК мы выделяем два ключевых недостатка:

- Низкая степень вертикальной интеграции. Компания менее чем на половину обеспечена собственным сырьем, поэтому в значительной мере подвержена риску роста цен на импортируемое мясо.
- Умеренно-высокий уровень долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА \approx 3.1x). Компания реализует крупную инвестпрограмму, для финансирования которой может не хватить собственного операционного денежного потока. Насколько мы понимаем, увеличение капитала ММК (допэмиссия, IPO и т.д.) пока не планируется, поэтому снижение долговой нагрузки в ближайшие год-два маловероятно.

Эти слабости отчасти компенсируются такими факторами, как:

- Высокий потенциал роста выручки и укрепления рентабельности, в т.ч. за счет экспансии и вертикальной интеграции;
- Простая юридическая структура группы, отчасти компенсирующая отсутствие у ММК отчетности по МСФО; комфортная для кредиторов структура займа;
- Сильные рыночные позиции ММК, узнаваемый бренд;
- Достаточно высокий интерес к отрасли со стороны equity-инвесторов
- Господдержка с/х отрасли, в т.ч. субсидирование процентных ставок, кредитование через госбанки

Рублевые выпуски других мясоперерабатывающих компаний сейчас торгуются в диапазоне 9-13%. Как показало недавнее размещение облигаций ТГК-10, ориентироваться на уровни вторичного рынка при определении «справедливой» доходности нового выпуска в текущей конъюнктуре можно только с большими допущениями. По нашим ощущениям, облигации ММК могут сейчас найти спрос при доходности на уровне 12.5-13.0%. Это близко к ориентирам организаторов.

Финансовая отчетность ЗАО «Микояновский мясокомбинат», РСБУ

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	9М 2007 г.
Выручка	8 766	9 631	7 388
ЕБИТДА	770	733	696
Чистая прибыль	154	45	156
Финансовый долг	3 299	3 291	2 880
Собственный капитал	1 365	1 409	1 566
Активы	5 554	5 821	5 224
Основные коэффициенты			
Рентабельность ЕБИТДА	8.8%	7.6%	9.4%
Чистая рентабельность	1.7%	0.5%	2.1%
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая	4.3	4.5	3.1
Финансовый долг/Капитал	2.4	2.3	1.8

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	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

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.