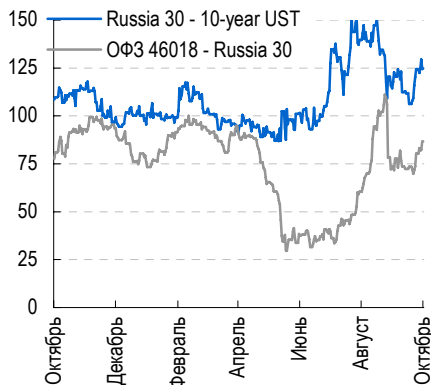
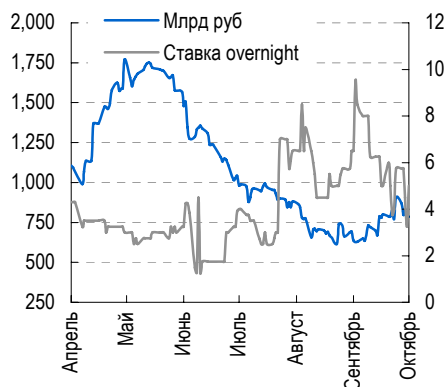


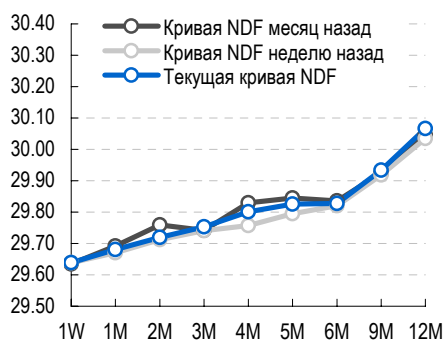
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

29 окт	Уплата налога на прибыль
30 окт	Индекс цен на жилье S&P/Schiller
31 окт	Заседание ФРС
1 ноя	Индекс PCE Core
1 ноя	Индекс ISM Manufacturing
2 ноя	Nonfarm Payrolls
5 ноя	Индекс ISM Non-Manufacturing
7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)

### Рынок еврооблигаций

- В UST – фиксация прибыли. О премиях в размещенных траншах ВТБ и других новостях первичного рынка. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Загадки сегодняшнего сальдо. «Relative value» в облигациях Сатурна. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- ТКС Банк (NR): подробности сделки с Goldman Sachs (стр. 4)
- Белон (NR): неплохие результаты по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. (стр. 4).
- ВымпелКом (Ba2/BB+) ищет долговое финансирование на 4.5 млрд. долл. под крупную сделку (Источник: Интерфакс). Мы склоняемся к мнению, что речь идет о покупке компании Golden Telecom (Ba3/BB; текущая рыночная капитализация – 4.2 млрд. долл.). У двух компаний общие акционеры и много совместных проектов. По нашим оценкам, с учетом привлечения 4.5 млрд., общий долг ВымпелКома составит около 7 млрд. долл. После поглощения соотношение «Долг/pro forma EBITDA» достигнет примерно 2x (у GT почти нет долга, а EBITDA в 2007 г. превысит 300 млн. долл.). В принципе, это может угрожать кредитным рейтингам ВымпелКома, особенно рейтингу от S&P, который находится всего в 1 шаге от инвестиционной категории. Вместе с тем, учитывая быстрый рост ВымпелКома и высокий уровень его финансовой гибкости, компания имеет шансы убедить рейтинговые агентства воздержаться от негативных действий. В любом случае, новое предложение долга на рынке, вероятно, приведет к небольшому расширению спрэдов облигаций и CDS ВымпелКома.
- Вкратце: Группа Разгуляй (NR) проведет очередное публичное размещение акций (Источник: Reuters). Насколько мы поняли, сначала основной акционер продаст «старые акции» примерно на 50-60 млн. долл., а затем направит вырученные средства на оплату допэмиссии Разгуляя. Очевидно, что такая сделка позволит укрепить показатели долговой нагрузки, поэтому новость должна быть приятна кредиторам компании. Мы нейтрально относимся к облигациям Разгуляя на текущих уровнях (около 12%).

- Вкратце: Немецкая Celesio AG (NR) может купить всю группу Протек, заплатив за нее 1.2 млрд. долл. Первый этап сделки может быть согласован или даже завершён уже в декабре. Об этом со ссылкой на сами компании сообщает сегодня газета Коммерсантъ. На наш взгляд, эти новости увеличивают спекулятивную привлекательность облигаций Протека (10.4%).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.38	+0.04	-0.25	-0.32
EMBI+ Spread, бп	206	-4	+8	+37
EMBI+ Russia Spread, бп	131	-3	+12	+35
Russia 30 Yield, %	5.62	-0.02	-0.15	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	+0.03	-0.02	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	456.5	+23.0	+6.0	-209.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	328.2	-38.0	+141.0	+213.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	161.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.04	+1.62	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	0	0	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	87.5	+3.1	+10.1	+26.8
Индекс РТС	2151	+28	+102	+241

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Впервые за эту неделю доходности **US Treasuries** скорректировались вверх (+3-4бп). Любопытно, что фундаментальных причин для этого не было: данные по заказам на товары длительного пользования вышли крайне слабыми, да и цифры по первичному рынку жилья за август были пересмотрены в сторону снижения. Скорее всего, участники рынка просто начали фиксировать прибыль. Аукцион по 5-летним UST прошел спокойно – спрос был близок к средним значениям, а средневзвешенная доходность составила 3.98%.

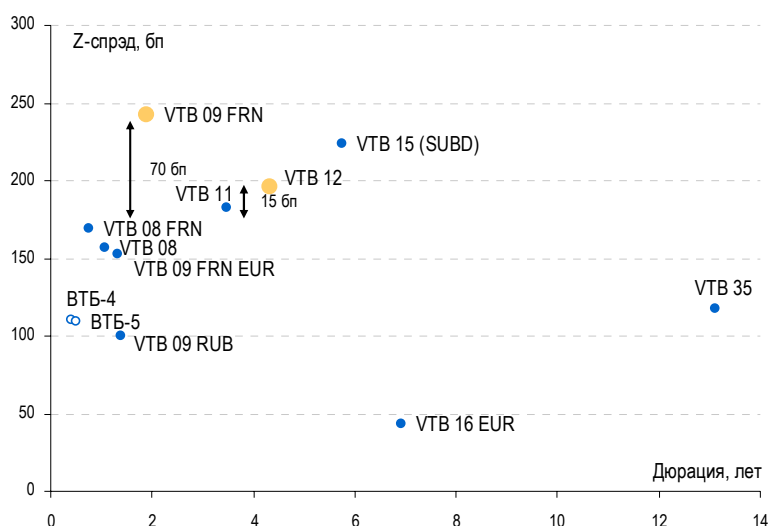
Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 3 бп до 206бп, при этом активность в сегменте **EM** была низкой. Любопытно, что сильнее всего выросли котировки облигаций **Аргентины** – это произошло после того, как правительство страны объявило о выкупе бумаг на сумму в USD500 млн. Спрэд **EMBI+ Argentina** сократился на 12 бп до 382бп.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.63%) сокращает дистанцию к бенчмарку **UST10**, на момент вчерашнего закрытия рынков спрэд составлял 125 бп. В корпоративном секторе очень тихо, нет практически никаких движений, мы отметили только спрос на выпуск **LUKOIL 22** (YTM 7.07%) и закономерные продажи в бондах **ВТБ**, обусловленные новыми размещениями (см. ниже).

Сегодня в США публикуется лишь индекс **Michigan Confidence**, а в Лондоне пройдет «бал **Emerging Markets**».

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

**ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) вчера объявил окончательные параметры двух своих новых траншей в долларах, и вчера же поздно вечером сообщил о закрытии сделки: 2-летние FRN объемом USD800 млн. были размещены со спрэдом в 170бп к 3MLIBOR, а 5-летний транш с фиксированной ставкой объемом – со ставкой 6.609% (UST5+262бп или MS+195бп). На наш взгляд, оба выпуска выглядят привлекательно. При этом в выпуске с плавающей ставкой премия более значительна (после массивных продаж в **ВТБ 11** премия в **ВТБ 12** уже не столь очевидна):



О скором размещении 10-летних евробондов объявил государственный **Банк Развития Казахстана** (A2/BBB-/BBB). Этот займ может улучшить платежный баланс страны и тем самым оказать позитивное влияние на котировки облигаций других казахстанских банков. О ценовых параметрах выпуска пока информации нет.

Вчера же **Газпром** (A3/BBB/BBB-) объявил о запланированном на следующую неделю размещении облигаций в иенах (т.н. «samurai bonds»). Очевидно, что это делается из соображений диверсификации базы инвесторов, т.е. чтобы не создавать дополнительного давления на кривые доходности Газпрома в долларах и евро (они и так «пострадали» сравнительно недавно: Газпром размещал выпуск в долларах в августе, а в евро – в октябре). Ставка в иенах будет «оптически» удивительно низкой – например, 5-летние свопы сейчас торгуются на уровне 1.32%!

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### **ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК**

Ставки МБК вчера вновь выросли. На этот раз – выше «психологически важной» 6%-ой отметки. В результате сразу же увеличился объем операций прямого **РЕПО** с ЦБ – вчера банки заняли у регулятора около 60.7 млрд. рублей. При этом валюту Центробанк (по нашим наблюдениям) не покупал.

Объем рублевой ликвидности в системе сейчас составляет около 785 млрд. рублей. Правда, 42% из этих денег лежат на депозитах в **Банке России**, из-за чего объем совсем уж «свободной» ликвидности сейчас соответствует уровням конца августа-начала сентября. Осторожный оптимизм внушает сегодняшнее сальдо – 161 млрд. рублей, т.е., если мы не ошибаемся, порядка 220 млрд. банки переводят с депозитов на корсчета. Останутся ли эти средства на корсчетах, уйдут ли в бюджет (если это ЮКОСовские деньги) или вернутся на депозиты – сказать сложно.

В рублевых облигациях активность остается низкой. На фоне роста ставок overnight в выпусках 1-го эшелона мы отметили неагрессивную фиксацию прибыли, однако котировки снизились не более чем на 10-15бп. В сегменте **ОФЗ** сделки и вовсе носили по большому счету индикативный характер - суммарный оборот составил лишь порядка 292 млн. рублей. Насколько мы понимаем, инвесторы не спешат с продажами, ожидая, что анонсированные действия денежных властей по поддержке рублевой ликвидности позволят пройти окончание месяца достаточно благополучно.

Участники рынка по-прежнему проявляют интерес к отдельным выпускам 2-го эшелона. Например, вчера мы отметили спрос на **Магнит-2** (УТР 9.27%), **Седьмой континент-2** (УТР 9.17%), **УМПО-2** (УТР 10.35%), **ЭМАльянс-1** (УТР 11.46%), **НПО Сатурн-1** (УТМ 10.99%) и некоторые другие облигации. Их котировки подросли примерно на 10-15бп.

Мы рекомендуем обратить внимание на **НПО Сатурн-2** (УТР 10.91%) – он нравится нам даже больше 1-го выпуска, хотя оба они имеют одинаковую дюрацию и смотрятся недооцененными на фоне более длинного **НПО Сатурн-3** (УТР 10.55%). Однако 1-й выпуск гасится в марте следующего года, а во 2-м выпуске в этот же момент наступит оферта, поэтому у его держателей потенциально более гибкая позиция.

Сегодня на вторичные торги выходит выпуск **ВТБ 24-1** (УТР 8.36%). Напомним, что эти облигации были размещены с премией, поэтому можно ожидать роста их котировок (с оговоркой на короткую дюрацию).

### **НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ**

По выпуску облигаций **Сорус-1** были определены купоны до погашения в размере 12% (УТМ 12.47% par).

## ТКС Банк (NR): подробности сделки с Goldman Sachs

Аналитики: Михаил Галкин, e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

Вчера нам удалось побеседовать с представителем банка Goldman Sachs (GS) и выяснить некоторые подробности об инвестициях этой организации в Банк «Тинькофф Кредитные Системы». Из беседы мы поняли следующее:

- Сделка уже завершена. Она была структурирована как покупка GS допэмиссии акций холдинговой компании, владеющей ТКС Банком. Goldman приобрел акции от собственного лица (proprietary position). Параметры сделки, т.е. величина пакета и его цена не раскрываются. Нам пояснили, что это обычная практика для прямых (private-equity) инвестиций GS. Новый капитал, привлеченный холдинговой компанией, будет направлен на увеличение капитала ТКС Банка. Эта транзакция пока не завершена, т.е. тот капитал ТКС, который мы видим в отчетности по РСБУ за 9 месяцев 2007 г. (330 млн. руб.), еще не включает «инъекцию» от GS. Это также означает, что в скором времени капитал банка будет увеличен, и мы сможем как-то оценить размер «вклада» GS.
- GS выбрал ТКС Банк в качестве объекта для инвестиций в связи с тем, что инвестбанк видит значительный потенциал в быстрорастущем бизнесе, сфокусированном на потребкредитовании и высоком качестве обслуживания клиентов. GS понравилось то, что у банка есть тщательно проработанный бизнес-план, хорошая операционная платформа и сильная команда менеджеров.
- В дальнейшем GS не исключает увеличения своей позиции в капитале ТКС Банка.

На наш взгляд, эта информация должна добавить немного «комфорта» потенциальным покупателям размещаемого в эти дни дебютного выпуска облигаций ТКС Банка (18.8% к оферте через 1 год). Тем не менее, вряд ли этого достаточно для того, чтобы участники рынка почувствовали уверенность, необходимую для инвестирования в необеспеченный долг ТКС Банка даже по такой высокой ставке.

Мы считаем, что для завоевания доверия кредиторов эмитенту следовало бы сделать максимально детальное раскрытие информации относительно финансовых прогнозов, источников пополнения капитала, возможных действий в стресс-сценарии, методик риск-менеджмента и так далее. Напротив, меморандум к размещению облигаций ТКС Банка выглядит излишне лаконично. В ситуации высокой неопределенности инвесторы вынуждены воспринимать риски как очень высокие.

По нашему мнению, более подходящими источниками финансирования для такого банка на столь раннем этапе его развития были бы займы от акционеров и/или двух-трех кредиторов. Последние смогли бы потратить время на то, чтобы в деталях изучить проект, и, поверив в него, аллокировать крупные инвестиции.

## Белон (NR): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2007 г.

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: [Olga.Nikolaeva@mdmbank.com](mailto:Olga.Nikolaeva@mdmbank.com)

Выручка группы Белон в январе-июне 2007 г. увеличилась на 40% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом основной рост пришелся на менее рентабельный сегмент бизнеса – металлотрейдинг (чистая маржа порядка 5.5% против 20.3% в угольном сегменте).

Тем не менее, Белону удалось сохранить тенденцию роста операционной рентабельности, в основном благодаря благоприятной конъюнктуре рынка угля. Показатель EBITDA margin в 1-м полугодии вырос до рекордных для группы 19.6%.

Рост операционной прибыли позволил компании сдерживать долговую нагрузку: соотношение «Долг/EBITDA годовая» даже несколько снизилось по сравнению с началом года (3.5x против 4.3x). С учетом того, что инвестпрограмма группы на 2007 г. оценивается в 5 млрд. руб., а в 1-м полугодии потрачено около половины этой суммы, до конца 2007 г. следует ожидать дальнейшего роста объема долга. Вместе с тем, в

какой-то момент все эти масштабные инвестиции, направленные на строительство и/или модернизацию угольных шахт, начнут генерировать дополнительный денежный поток, что поможет компенсировать рост задолженности.

Важным событием с «кредитной» точки зрения стала недавняя покупка 10.75% акций группы одной из крупнейших в России металлургических корпораций – ММК (Ba2/BB/BB). Несмотря на то, что были проданы акции основного бенефициара (т.е., насколько мы понимаем, сама компания не получила денег), который заявил об отсутствии намерений уступать контроль над компанией, мы считаем сделку очень важной с точки зрения «комфорта» кредиторов Белона. Она подтверждает, что в стресс-сценарии (если речь не идет о системном кризисе) этот актив будет с высокой вероятностью приобретен сильной горно-металлургической группой. Представители ММК заявили о намерении в дальнейшем увеличивать долю в Белоне.

Мы нейтрально относимся к рублевым выпускам Белона на текущих уровнях (9.83-9.86%). Они могут сократить спреды к выпускам группы Кокс (9.2-9.4%), обладающей более сильными «самостоятельными» кредитными характеристиками. Однако произойдет ли это за счет снижения доходностей облигаций Белона, или за счет роста доходностей выпусков Кокса, сказать сложно. В настоящий момент мы считаем более интересными корпоративные и банковские выпуски с доходностью 10%+, гарантированно «репюемые» в ЦБ.

<b>Ключевые финансовые показатели группы Белон , МСФО</b>			
<b>Млн. руб.</b>	<b>6 мес. 2006 г.</b>	<b>2006 г.</b>	<b>6 мес. 2007 г.</b>
Выручка	4 855	10 430	6 792
ЕБИТДА	645 (833)*	1 471	1 333
Чистая прибыль	35 (1 374)*	1 222	212
Финансовый долг	6 279	6 368	9 285
Собственный капитал	4 014	8 903	9 027
Активы	11 768	18 314	21 571
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	13.3% (17.1%)*	14.1%	19.6%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	4.9 (3.8)*	4.3	3.5
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.56	0.7	1.0
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	4.4 (5.7)	5.7	9.0

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка; \*- согласно скорректированной отчетности (на величину отрицательного goodwill)



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.