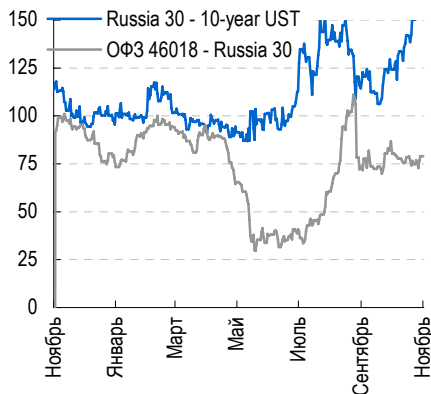
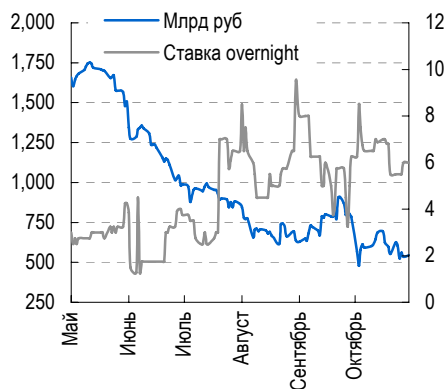


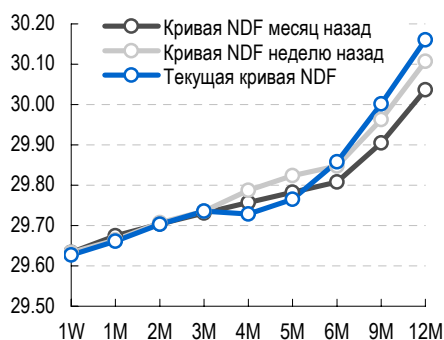
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 ноя	Налоговые выплаты: акцизы, НДС
27 ноя	Размещение руб. обл. Итера-1
27 ноя	Размещение руб. обл. Пензенская Обл-2
27 ноя	Индекс Richmond Fed.
28 ноя	Налоговые выплаты: налог на прибыль
28 ноя	Статистика по вторичному рынку жилья
28 ноя	"Бежевая книга" ФРС
29 ноя	Размещение руб. обл. Газпромбанк-5

Рынок еврооблигаций

- Статистика по экономике **США** чуть улучшила настроения инвесторов
- **СУЭК** выкупил 60% выпуска **CLN** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Пятница стала еще одним днем **«со знаком минус»**. На наш взгляд, на этой неделе в рублевых облигациях могут начаться покупки (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **НГК ИТЕРА (NR): комментарий к размещению** (стр. 3)
- **Вкратце: Газпром (А3/ВВВ) предложил купить часть доэмиссии акций ОГК-6 (NR), необходимую для обеспечения контроля над компанией.** (Источник: Reuters). На наш взгляд, на этих новостях облигации ОГК-6 (8.66%) должны продемонстрировать динамику «Лучше рынка».
- **Вкратце: Евраз (Ва3/ВВ-ВВ) привлек кредит на 3.2 млрд. долл.** Основной транш на 2.7 млрд. долл. получен сроком на 5 лет и обеспечен экспортной выручкой. Мы уже комментировали эту сделку 12 ноября. Мы не видим угрозы роста долговой нагрузки компании, т.к., по нашим сведениям, около 80% кредита будет направлено на рефинансирование. В то же время, мы указываем на риск негативной реакции со стороны рейтинговых агентств из-за того, что основная часть кредита обеспечена (secured debt). Формально это ухудшает относительное положение держателей облигаций (unsecured debt). Никакой реакции в выпуске EVRAZ 15 (8.35%) мы пока не ожидаем.
- **Вкратце: Fitch подтвердило рейтинги трех казахстанских банков: ККБ (ВВ+/Стабильный), ТуранАлем (ВВ+/Стабильный) и Темирбанк (ВВ-/Стабильный).** В своих комментариях Fitch упоминает о возможной продаже Темирбанка группой ТуранАлем. В этой связи в прошедшую пятницу агентство Интерфакс сообщило, что предложение о покупке Темирбанка поступило от Raiffeisen (Aa2/A+). Длинный выпуск TEMIR 14 торгуется с интересной доходностью (12.6%; Z-спрэд + 800бп).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.00	-0.01	-0.34	-0.70
EMBI+ Spread, бп	258	-1	+54	+89
EMBI+ Russia Spread, бп	173	-4	+45	+77
Russia 30 Yield, %	5.70	-0.02	+0.06	+0.05
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	0	+0.03	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	454.7	+11.8	-1.8	-211.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	89.5	-2.4	-238.7	-25.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-103.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.92	+0.20	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	-0.01	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	95.8	+1.3	+7.1	+35.1
Индекс РТС	2152	+16	-42	+242

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Настроения участников рынка в пятницу были достаточно оптимистичны, что, по всей видимости, было связано с ожиданиями хорошей статистики по розничным продажам. Уик-энд после **Дня Благодарения** традиционно считается важным показателем потребительской активности, т.к. начинается сезон рождественских покупок. Цифры по продажам, вышедшие на выходных, и впрямь не разочаровали: средние потребительские расходы уменьшились на 3.5%, зато число потребителей выросло на 4.8%. На этих новостях доходности **US Treasuries** немного подросли: сегодня утром 10-летние ноты торгуются с доходностью 4.05%.

Неделя обещает быть довольно насыщенной – со вторника по пятницу ожидается масса экономической статистики (**цифры по рынку жилья, инфляционный индекс PCE**), публикация **«Бежевой Книги»** (традиционного отчета ФРС по экономике), а также выступления главы ФРС **Бена Бернанке** (в четверг) и многих других официальных лиц.

В секторе **Emerging Markets** пока без перемен. Спрэд **EMBI+** широк (258бп), а активности мало. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.70%) сохраняет дистанцию к UST10 на уровне 170бп. В корпоративном секторе сделок практически не было. Некоторое оживление наблюдалось лишь в секторе казахстанских банков (о новостных поводах см. стр.1). Котировки выпусков **TEMIR 11** (YTM 13.27%), **TEMIR 14** (YTM 12.64%) передвинулись вверх сразу на несколько фигур.

В пятницу стало известно о досрочном выкупе части выпуска CLN компании **СУЭК (NR)**. В октябре энергетический холдинг обратился инвесторам с предложением одобрить реорганизацию компании либо предъявить бумаги к выкупу. Несмотря на то, что реорганизация не несла в себе «кредитной» угрозы, инвесторы выбрали деньги: по сообщению компании, было погашено почти 60% от 175-миллионного выпуска. Неудивительный результат в такой рыночной конъюнктуре.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

В рублевых облигациях пятница стала еще одним днем «со знаком минус». Котировки выпусков **1-го эшелона** снизились примерно на 30-40бп. Во **2-3 эшелонах** сопоставимое снижение котировок было отмечено в облигациях **Карусель Финанс-1** (YTP 11.34%), **Копейка-2** (YTP 17.22%) и **Седьмой континент-2** (YTP 9.52%). В сегменте госбумаг активность была привычно низкой: торговалось лишь несколько выпусков (**46017, 46018, 46021**), а снижение цен составило 5-10бп.

Ставки денежного рынка в пятницу немного подросли – до 6.5-7%, объем прямого **репо** с ЦБ увеличился до 109.3 млрд. рублей. Вероятно, спрос на ликвидность вырос в преддверии сегодняшних налоговых выплат (**акцизы и НДС**).

На наш взгляд, на этой неделе в рублевых облигациях вполне возможно начало покупок. Во-первых, заканчивается период налоговых выплат. Во-вторых, в декабре активизируются бюджетные расходы. В-третьих, рынок технически уже достаточно хорошо «просел». Например, выпуск **ФСК-3** сейчас торгуется около 7.75% по доходности. Исторический максимум был достигнут в сентябре (около 8.0%), но тогда ситуация с ликвидностью была заметно хуже. Напомним, бумага находится в **Ломбардном списке**.

Кстати, о Ломбардном списке. Стало известно, что с 28-го ноября выпуски **УРСА-7** (YTP 11.53%), **Дальсвязь-2** (YTP 7.86%) и **Дальсвязь-3** (YTM 7.90%) будут «заведены» на госсекцию ММВБ, что позволит технически «реповать» их в ЦБ.

НОВЫЕ КУПОНЫ

В пятницу стало известно, что по выпуску **Севкабель-2** (УТР 9.63%) процентная ставка на 9-й купонный период была установлена в размере 1%. Компания дает понять, что намерена фактически «погасить» облигации.

НГК ИТЕРА (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа нефтегазовой компании ИТЕРА объемом 5 млрд. рублей с полуторагодовой офертой и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает SPV – ООО «Итера-Финанс» при поручительстве основной операционной компании группы – ООО «НГК «ИТЕРА».

Основные направления деятельности НГК ИТЕРА – оптовая и розничная торговля газом на российском рынке. По сути, основным регионом сбыта для компании является Свердловская область. ИТЕРА поставляет туда как «условно собственный» газ, который она получает пропорционально своей доле участия в газодобывающих компаниях (ИТЕРА – миноритарий в 2-х крупных проектах с Газпромом), так и газ, приобретаемый у независимых производителей (НОВАТЭК, ТНК-ВР и т.д.). Доля собственного газа в общем объеме реализации компании составляет порядка 42%. НГК ИТЕРА является одним из центральных активов одноименного частного холдинга.

В бизнес-профиле заемщика мы выделяем два ключевых риска – это высокая зависимость от одного региона сбыта, а также недостаточная вертикальная интеграция. Мы полагаем, что оба эти риска не столь критичны, как это может показаться на первый взгляд.

По нашему мнению, риск потери рынка сбыта для НГК ИТЕРА невелик – компанию и Свердловскую область связывают соглашение о долгосрочном сотрудничестве (до 2015 г.), совместное участие в капитале компании-поставщика, а также выстроенная система взаимоотношений с потребителями на территории региона. Насколько мы понимаем, для Газпрома этот бизнес не очень привлекателен: газовому монополисту гораздо интереснее и выгоднее поставлять топливо на экспорт, отдавая локальный рынок (со сравнительно низкими ценами на газ) «на откуп» независимым компаниям.

По этой же причине мы не видим больших проблем с точки зрения недостаточной обеспеченности НГК ИТЕРА собственным газом, т.к. для быстрорастущих независимых производителей газа все равно нет достаточно места в экспортной трубе, поэтому для них крупный российский промышленный регион – хороший рынок сбыта.

По нашему мнению, НГК ИТЕРА имеет достаточно «крепкий» финансовый профиль и неплохой уровень информационной прозрачности. Практически весь бизнес компании сосредоточен на ООО «НГК «ИТЕРА» (поручитель по облигационному займу), поэтому российская отчетность этого юридического лица дает вполне адекватное представление о результатах компании (в своем анализе мы пользовались в основном ею). В скором времени НГК ИТЕРА планирует завершить подготовку отчетности по МСФО за 2006 г.

ИТЕРА демонстрирует последовательный рост показателей выручки и операционной рентабельности (см. таблицу). Учитывая намерения российского правительства и далее повышать внутренние цены на газ (ИТЕРА продает газ по регулируемым ценам, иногда с наценкой 15-20%), мы полагаем, что такая динамика показателей компании сохранится в будущем.

Долговая нагрузка, рассчитанная на основании отчетности по РСБУ, находится на уровне 3.5x в терминах «Чистый долг/ЕВITDA годовая» (на 30 сентября 2007 г.). В информационных материалах к размещению займа фигурирует гораздо более скромная цифра – около 1.5x (на 30 июня 2007 г.). Дело в том, что компания и организатор для аналитических целей позволили себе рассматривать короткие «кредиты

выданные», как очень ликвидные активы. Если верить менеджменту, то вскоре кредиты будут погашены, а долговая нагрузка заметно снизится.

Еще одним событием, которое может укрепить кредитоспособность НГК ИТЕРА, может стать планируемая продажа нефтяных активов группы (предположительно, за 500 млн. долл.). На этом фоне трехлетняя инвестпрограмма компании на уровне 9 млрд. руб. выглядит достаточно скромно.

Организаторы ориентируют инвесторов на купон по новому выпуску на уровне 10.4%. Первый короткий выпуск НГК ИТЕРА торгуется примерно на этом же уровне. В текущей ситуации с учетом рыночной конъюнктуры такой уровень, возможно, адекватен. Однако мы сейчас видим более интересные возможности с точки зрения риск/доходность в сегменте банковских (в т.ч. репьюемых в ЦБ) облигаций, а также выпусках ритейлеров.

Ключевые финансовые показатели НГК ИТЕРА, РСБУ			
млн. руб.	2005 г.	2006 г.	9 мес.2007 г.
Выручка	30'791	24'013	21'184
ЕБИТДА	2'566	2'503	3'282
Чистая прибыль	1'139	1'987	2'301
Чистый Долг	1'385	13'729	15'180
Капитал	8'299	9'388	10'593
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	8.3%	10.4%	15.5%
Чистый Долг/ ЕБИТДА (x)	0.5	5.5	3.5
ЕБИТДА/проценты (x)	8.8	3.6	3.5
Чистый Долг/Капитал (x)	0.17	1.5	1.4

Источник: данные компаний, 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

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
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.