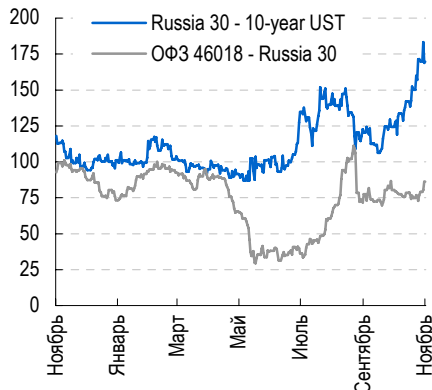
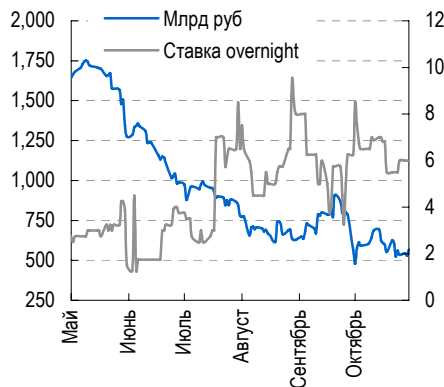


среда, 28 ноября 2007 г.

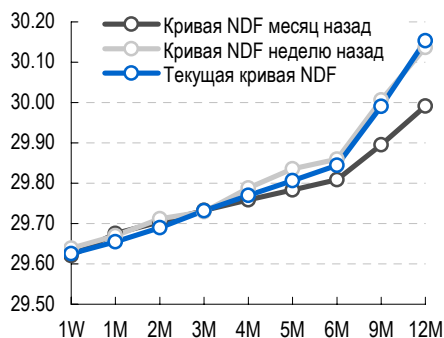
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
29 ноя	Статистика по первичному рынку жилья
30 ноя	Инфляционный индекс PCE
3 дек	Индекс ISM в промышленности
4 дек	Размещение руб. обл. Электросталь-1

Рынок еврооблигаций

- Доходности US Treasuries скорректировались вверх. Поводы – помощь Citigroup с Ближнего Востока и выступления чиновников ФРС (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Игры в «досрочные оферты» небезопасны;
- Новости денежного рынка: Минфин представил новый план бюджета-2007; Reuters сообщает детали нового механизма репо ЦБ под еврооблигации; ставка ломбардного кредита на уровне 8% вызывает тревогу... (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть ДИКСИ (NR) опубликовала результаты по МСФО за 9 месяцев 2007 г. и провела встречу с аналитиками. Мы сохраняем умеренно-позитивный взгляд на кредитный профиль компании (стр. 3).
- Вкратце: Банк Солидарность (ВЗ) может быть продан в ближайшее время, вероятный покупатель – МБРР (В1/НР/В+). Солидарность получает кредит в ЦБ под поручительство МБРР для исполнения обязательств по облигациям (Источник: Ведомости). На наш взгляд, это оптимистичные новости для держателей облигаций Солидарности. Выпуски банка малоликвидны и торгуются с доходностью в диапазоне 20-30%. Мы ожидаем сохранения высокой M&A/IPO-активности российских банков. «Кризис ликвидности» может стать катализатором для процессов консолидации. Подобные сделки будут предоставлять кредиторам хорошие возможности заработать. Мы спокойны за кредитоспособность абсолютного большинства российских банков из топ-100 (см. специальный комментарий от 28 сентября «Пять причин не бояться кредитного риска российских банков»).
- Вкратце: Акционеры РУСАЛа (NR) и Норникеля (Ваа2/ВВВ-) не исключают возможности объединения компаний (Источник: Ведомости). Рассуждать о кредитном эффекте подобной сделки в отсутствие информации о ее структуре бессмысленно. Мы ожидаем, что котировки малоликвидных облигаций РУСАЛа и Норникеля не будут реагировать на эти новости.
- Вкратце: Суд отменил запрет на проведение аудита Киевстара (NR). Это хорошая новость для кредиторов компании. Помимо прочего, Киевстар сможет восстановить кредитные рейтинги. Вместе с тем, мы не видим потенциала сужения спредов еврооблигаций компании (OKST '09 7.30%; OKST '12 7.80%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.95	+0.11	-0.45	-0.75
EMBI+ Spread, бп	266	-11	+67	+97
EMBI+ Russia Spread, бп	174	-15	+45	+78
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.04	-0.01	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	+0.02	+0.05	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	480.7	+40.3	+21.3	-185.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	87	-1.4	-20.4	-27.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-178.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.58	+0.41	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.02	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	92.5	-2.8	+3.8	+31.8
Индекс РТС	2155	-22	-39	+245

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходности **US Treasuries**, резко снизившиеся в понедельник, вчера почти столь же стремительно скорректировались вверх. Информационными поводами послужили новости о покупке доли в **Citigroup** эмиратом **Абу Даби**, а также выступления двоих **представителей ФРС**. Оба чиновника довольно ясно намекнули на низкую вероятность продолжения цикла снижения **FED RATE**, отметив, что подобная политика может оказаться неподходящим инструментом для урегулирования кредитного кризиса. Красок добавило и выступление **советника Президента США по экономике**, отметившего, что, хотя финансовые рынки и испытывают проблемы, реальный сектор «в порядке». Вчера это косвенно подтвердил и опубликованный индекс **Richmond Fed**.

По итогам дня, **10-летние UST** достигли отметки 3.95% (+11 бп). Во фьючерсах на **FED RATE** почти «обнулилась» вероятность снижения ставки на 50бп на ближайшем заседании ФРС. Тем не менее, инвесторы продолжают твердо верить, что ставка на декабрьском заседании будет снижена хотя бы на четверть (98%-ная вероятность). В этой связи все актуальнее становится сегодняшняя публикация «**Бежевой Книги**» (традиционного отчета **ФРС** по экономике), а также выступление **Бена Бернанке**, намеченное на завтрашний вечер.

В сегменте **Emerging Markets** котировки индикативных выпусков почти не меняются, спрэд **EMBI+** за счет продаж в **UST** сузился на 10бп до 267бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.64%) вырос в цене на 1/8 до 113.0пп., а его спрэд сузился до 169бп. В корпоративном сегменте пока продолжают доминировать продавцы.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ничего существенного в рублевых облигациях вчера не произошло. Торговая активность была достаточно низкой, котировки наиболее ликвидных выпусков изменились разнонаправлено в пределах 10-20бп. Единственным достойным упоминания событием стал лишь интерес к выпуску **ТГК-10-1** (УТР 8.39%), по которому была объявлена скорая оферта в связи с реорганизацией компании.

В игре на «досрочных офертах» (мы еще увидим их, особенно в бумагах электроэнергетических компаний) присутствует один важный **риск**: правом предъявить бумагу к оферте наделяется лишь тот инвестор, который был держателем облигаций на определенную дату. Насколько мы понимаем, для **ТГК-10** такой датой было 1 ноября (дата протокола собрания акционеров, принявшего решение о реорганизации).

Вчерашние новости касались в основном денежного рынка. Газета «**Ведомости**» сообщила, что **Минфин** изменил прогноз исполнения бюджета на 2007 год (источник: Ведомости). Новые параметры представлены в таблице:

	Новый прогноз бюджета на 2007 г. млрд. рублей	Кассовое исполнение бюджета за январь-октябрь, млрд. рублей			
		2007	% исполнения	2006	% исполнения
Доходы	7 650 (+206)	6 188	80.89%	5 103	100.01%
Расходы	5 921 (-610)	4 102	69.28%	3 211	73.90%
Профицит	1 729 (+816)	2 086	-	1 892	-

Источник: Минфин, Ведомости

Увеличение профицита **Минфин** связывает со слабой «дисциплиной расходов» – процент их кассового исполнения в этом году ниже по сравнению с прошлым. По нашим расчетам, если новый план **Минфина** будет исполнен, то до конца года фактические расходы превысят доходы примерно на 360 млрд. рублей. Скорее всего, большая часть этих средств поступит в банковскую систему через **институты развития**.

Так, **Банк Развития** в ближайшее время должен получить от **Минфина** порядка 180 млрд. руб. Причем предполагается, что значительную часть этих средств (в пределах 120 млрд. руб.) он сможет инвестировать в российские и иностранные ценные бумаги (Источник: **RBCDaily**). Планы инвестирования ожидаемых к получению из бюджета гигантских средств в облигации вынашивает и **Госкорпорация ЖКХ** (см. вчерашнее интервью в «**Ведомостях**»).

Агентство **Reuters** вчера со ссылкой на **ЦБ** сообщило некоторые детали механизма прямого **репо под залог еврооблигаций**. Эти сделки будут носить внебиржевой характер (однако будут отражаться в статистике), а сами бумаги должны будут поступить на обслуживание в НДЦ. На этой неделе регулятор обещает озвучить перечень евробондов, которые войдут в Ломбардный список. Но все же, до конца схема пока не определена, так как отсутствует форма договора между ЦБ и банками, в рамках которого и будут осуществляться операции по рефинансированию.

Одновременно ЦБ, похоже, вводит новый вид **ломбардного кредита** – overnight под 8%. Честно говоря, не совсем понятно, зачем нужен этот не слишком популярный инструмент рефинансирования, по сути, дублирующий механизм репо. Однако процентная ставка в размере 8% на фоне 7% по полугодовому ломбардному кредиту вызывает тревогу: **как бы не выросла ставка по прямому репо...**

ДИКСИ (NR): нейтральные результаты за 9 месяцев 2007 г.

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

Вчера Группа ДИКСИ опубликовала неаудированную консолидированную отчетность по МСФО за 9 месяцев 2007 г., а также провела встречу с аналитиками, в ходе которой руководство компании прокомментировало результаты и рассказало о дальнейших планах. Мы выделили следующие наиболее важные тезисы:

- Выручка компании за отчетный период достигла 990 млн. долл. (+42% к сопоставимому периоду 2006 г.). За счет усиления переговорных позиций в отношениях с поставщиками, а также роста доли private label ДИКСИ удалось увеличить валовую рентабельность до 23.4% (+3.3 п.п.). Вместе с тем, из-за «условно единовременных» расходов на расширение ассортимента, которое связано со смещением фокуса на средний класс (ранее компания ориентировалась на покупателей с низкими доходами), улучшение валовой рентабельности не удалось «перенести» на показатель EBITDA margin. Мы надеемся, что в последующие периоды расширение ассортимента и улучшение логистических возможностей (запущен распределительный центр в Рязани) будет способствовать росту рентабельности ДИКСИ по EBITDA.
- Общий объем капвложений в 2007 г., по оценкам ДИКСИ, составит 130 млн. долл., а в 2008 г. – около 140 млн. долл. (около половины – инвестиции в «улучшения» действующих магазинов). ДИКСИ скорректировала планы по открытию новых объектов: в 2008 г., как и в 2007 г., компания откроет около 80 магазинов против заявленных ранее 150-ти и сконцентрируется на повышении эффективности уже работающих. По итогам 2007 г. общее количество магазинов ДИКСИ достигнет 400. В дальнейшем, как и сейчас, около 30% объектов будут находиться в собственности компании. Подтверждение умеренных инвестиционных appetites мы воспринимаем как позитивный сигнал для кредиторов компании.
- В части долговой нагрузки ДИКСИ продолжает придерживаться внутренней финансовой дисциплины, в соответствии с которой соотношение «Чистый долг/EBITDA» должно оставаться в пределах 3х.

Мы считаем, что облигации ДИКСИ (11.8%) в настоящее время справедливо оценены рынком. В то же время, они выглядят привлекательно по сравнению с выпусками других лидеров российского продуктового ритейла – X5 (8.7%) и Магнита (10.3%). Мы полагаем, что по кредитным характеристикам ДИКСИ почти не уступает Магниту.

Ключевые финансовые показатели Группы ДИКСИ, МСФО				
млн. долл.	2006 г.	1-е полугодие 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2007 г. Прогноз МДМ-Банка
Выручка	1 009.2	652.1	990.2	1 400.0
ЕБИТДА	44.7	29.7	44.9	68.0
Финансовый долг	264.1	153.6	182.3	185.0
Собственный капитал	64.5	201.5	211.5	214.0
Капитальные затраты	150.0	45.8	100	130.0
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	4.4%	4.6%	4.5%	4.9%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.9	2.6	3.0	2.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	4.1	0.8	0.9	0.9

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.