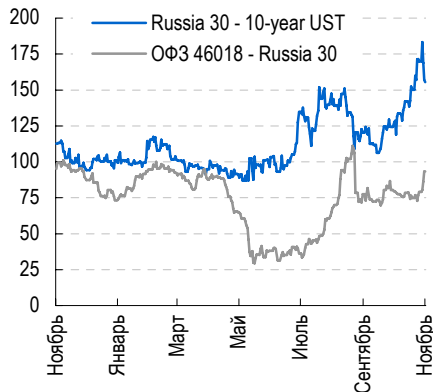
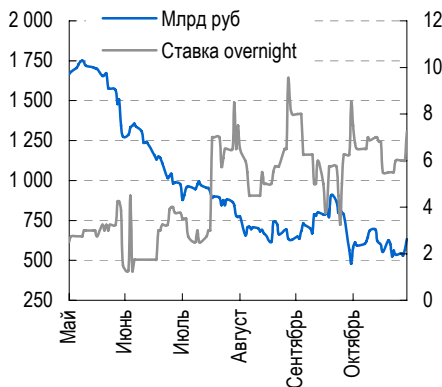


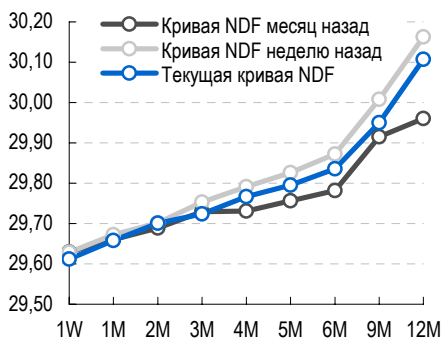
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 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
4 дек	Размещение руб. обл. Желдорипотека-1
4 дек	Размещение руб. обл. Башкортостан-6
4 дек	Размещение руб. обл. НижегородОбл-4

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** продолжили корректироваться вверх, несмотря на достаточно большой поток «плохих» новостей (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ** вчера покупал валюту. Спекулянты начали готовиться к ралли. Обращаем внимание на **РСХБ-4**
- Об изменении критериев **Ломбардного списка**, новой сессии **репо** с **ЦБ** и новой эмиссии **ОБР** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6 (NR)** отчиталась за 9 мес. 2007 г. по **МСФО**. Неприятным сюрпризом стало резкое снижение рентабельности. Ключевым фактором поддержки кредитного профиля остается «equity story», в т.ч. недавняя допэмиссия акций 36.6 и возможность продажи пакета акций Верофарма (стр. 3).
- Вкратце: Нутритек (S&P B)** продает «молочные» активы за 350 млн. долл. Основную часть этой суммы (250 млн.) компания получит сразу. Деньги будут направлены на погашение выпуска CLN и инвестиции в заводы по производству детского питания в Юго-Восточной Азии (Источник: Ведомости). Мы полагаем, что для держателей облигаций и CLN Нутритека это хорошие новости. Продажа «условно непрофильных» активов позволит компании снизить долговую нагрузку. Чистый долг Нутритека на 30 сентября 2007 г. составлял около 240 млн. долл. Срок погашения по выпуску CLN на 100 млн. долл. – завтра, 30 ноября. Рублевые облигации торгуются с доходностью 12.5%.
- Вкратце: РБК (S&P B+)** в декабре планирует привлечь около 4.6 млрд. руб. за счет размещения допэмиссии акций (Источник: Reuters). На наш взгляд, это прекрасная новость для кредиторов РБК. Столь крупная допэмиссия должна снять все опасения по поводу вероятного роста долговой нагрузки компании из-за активных инвестиций в Интернет-сегменте. Выпуск CLN RBC 09_08 малоликвиден и торгуется с доходностью около 12%.

- Вкратце: Moody's** повысило рейтинг Евраз на 1 ступень до **Ba2**, рейтинг еврооблигаций **EVRAZ 15** – на 2 ступени до **Ba3**. Согласно релизу агентства, рейтинговое действие отражает сильные результаты Евраз, а также укрепление профиля рефинансирования. Получается, что мы напрасно беспокоились за рейтинги Евраз в связи с «обесеченной» структурой нового кредита на 3.2 млрд. долл. Выпуск **EVRAZ 15** (8.25%) вчера показал себя «лучше рынка».

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4,04	+0,09	-0,34	-0,66
EMBI+ Spread, бп	251	-15	+52	+82
EMBI+ Russia Spread, бп	162	-12	+33	+66
Russia 30 Yield, %	5,61	-0,03	-0,04	-0,04
ОФЗ 46018 Yield, %	6,54	+0,04	+0,09	+0,02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	544,5	+63,8	+165,8	-121,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	87,4	+0,4	-13,4	-27,3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-275,4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7,85	+0,27	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29,61	0	0	-0,49
Нефть (брент), USD/барр.	89,8	-2,7	-0,5	+29,1
Индекс РТС	2168	+13	-58	+258

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходности **US Treasuries** продолжают корректироваться вверх, ведомые преимущественно рынком акций. Индекс **Dow Jones Industrials** за вчерашний день прибавил 2.49%, а доходность **US Treasuries** выросла на 9-11бп. На первый взгляд, рост доходностей выглядит нелогичным. Так, на прошедшем вчера аукционе спрос на **2-летние UST** был невысок – соотношение **bid/cover** составило всего 2.2х, что существенно ниже средних значений. Кроме того, почти вся опубликованная экономическая статистика, включая «**Бежевую Книгу**», носила довольно негативный характер, а выступавший вчера **вице-президент ФРС Дональд Кон** отметил, что ноябрьское продолжение ипотечного кризиса превзошло его худшие ожидания, и на следующем заседании **ФРС** немало внимания будет уделено состоянию финансового сектора.

Похоже, что все эти негативные новости уже «учтены в ценах», а доходности растут из-за пересмотра участниками рынка вероятности снижения **FED RATE** на фоне недавних высказываний чиновников **ФРС**.

В сегменте **Emerging Markets** появились покупатели, а спрэд **EMBI+** сузился на 15 бп до 251бп. Российский рынок не отстает: котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.61%) выросли на ¼ пп., а спрэд к 10-летним Treasuries сократился на 12 бп до 157бп. В корпоративном сегменте появились биды, однако к ощутимому росту котировок это не привело. Даже котировки **EVRAZ 15** (YTM 8.25%) на новостях о повышении рейтинга выросли всего на ¼ пп.

Отдельного упоминания заслуживает вчерашнее выступление бывшего главы **Сбербанка А.Казьмина**, заявившего, что для поддержания ликвидности банк по просьбе **ЦБ** (пополнить ликвидность и поделиться ею на МБК) продал облигации **RUSSIA 18** на 50 млрд. рублей (более двух третей от общего объема выпуска!). Похоже, одним из покупателей в данном случае мог выступить **Минфин**.

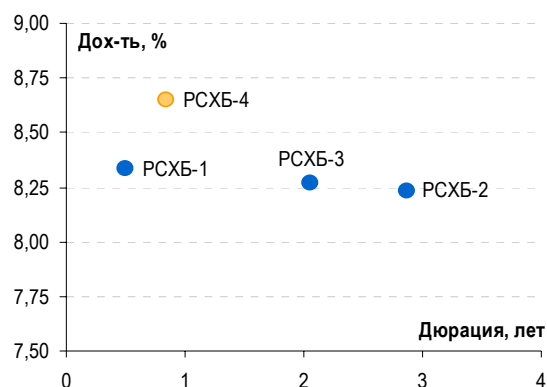
Сегодня участники рынка ждут выступления **Бена Бернанке**, которое состоится поздно ночью по московскому времени. До этого момента основным фактором, влияющим на динамику **US Treasuries**, вероятно, останутся рынки акций.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Рынок достойно пережил последние налоговые платежи ноября. Банки заняли в **ЦБ** рекордные 300 млрд. рублей. Несмотря на это (возможно, правильнее сказать – за счет этого), некоторые спекулянты уже вчера приступили к покупкам в ожидании декабрьского ралли: котировки отдельных выпусков **ОФЗ** и **1-го эшелона** подросли примерно на 5-10бп. Прежде, чем перейти к обсуждению важных новостей об операциях **рефинансирования в ЦБ** и **Ломбардном списке**, хотелось бы коротко отметить две вещи: 1) по оценке наших дилеров, **Центробанк** вчера купил порядка **2 млрд. долл.** на валютном рынке; 2) обратите внимание на выпуск **РСХБ-4** (YTP 8.65%):



Изменения критериев Ломбардного списка

Вчера стало известно, что ЦБ внес изменения в **Указание** (№1482) о перечне облигаций, входящих в Ломбардный список, позволяющие ему включать туда евробонды. Насколько мы понимаем, теперь рейтинговые критерии (не ниже **В1/В+**) применяются или к эмитенту облигаций, или к эмиссии. Напомним, что ранее **ЦБ** требовал наличия рейтингов непосредственно у эмитента. Из-за этого большинство выпусков, сделанных через **SPV** (все еврооблигации и некоторые рублевые выпуски), не удовлетворяли критериям. Насколько мы понимаем, новые правила распространяются и на рублевые облигации. Среди прочего, это означает, что у размещенного недавно выпуска **ВТБ-Лизинг-1** (УТР 8.29%) нет формальных преград для попадания в **Ломбардный список**. Вместе с тем, формулировки **Указания** (в частности, отсылка на «другие существенные обстоятельства») позволяют **Центробанку** применять дополнительные критерии, например, отсекал рублевые выпуски, сделанные через SPV, а также – принимать во внимание не только «лучший» рейтинг эмитента/эмиссии, но и другие рейтинги (фактически ориентируясь на «средний» рейтинг – то, как это в действительности происходит сейчас).

Списка еврооблигаций, которые попали в **Ломбардный список**, а также типового договора внебиржевого репо с ЦБ под еврооблигации мы пока не видели.

Новая сессия прямого репо

Вчера же **ЦБ** ввел дополнительную сессию однодневного прямого репо под фиксированную ставку 8%. Насколько мы понимаем, она будет проходить в конце дня. Похоже, таким образом **ЦБ** потихоньку наводит порядок с основным каналом рефинансирования банков. В данном случае, те, кто не успел занять деньги утром или днем, вечером получают их по более высокой ставке. По сути, формализуется сложившаяся практика. Ключевая аукционная ставка прямого репо (6%) пока осталась нетронутой... Надолго ли?

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

1. ЦБ объявил, что 13-го декабря проведет размещение выпуска **ОБР-4(7)** на 440 млрд. рублей. На новый выпуск можно будет обменять **ОБР-3** (объем 100 млрд. рублей). Кроме того, в этот же день по выпуску **ОБР-4(6)** (350 млрд. рублей) предусмотрен пут-опцион. Поэтому действие ЦБ носит скорее «технический» характер, т.е. существенно не повлияет на ситуацию с ликвидностью.

2. Сегодня **Газпромбанк** (ВВВ-/А3) проведет размещение 2-го выпуска облигаций на 20 млрд. рублей с годовой офертой. Напомним, что неделей ранее уже прошел аналогичный аукцион. Тогда купонная ставка сложилась в размере 7.40%. Скорее всего, сегодня мы увидим аналогичный результат.

Аптечная сеть 36.6 (NR): слабые результаты по итогам 9 мес. 2007 г.

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

Данные по выручке Аптек (591 млн. долл.; + 70%) за отчетный период были известны еще в начале ноября. Увеличение объема долга примерно на 35 млн. долл. до 323 млн. долл. также не удивляет – компания продолжает очень агрессивно расти.

Единственным сюрпризом (в данном случае – неприятным) опубликованной отчетности стало резкое снижение операционной рентабельности Аптек: показатель EBITDA margin опустился до 2.2% по сравнению с 3.8% по итогам 1-го полугодия. Сама компания объясняет это «сложностями с бесперебойными поставками, обусловленными временными сбоями в ERP-системе», намекая, что это разовое явление, и в будущем следует ждать улучшения показателей. Возможно, так и есть. Тем не менее, на наш взгляд, давление на рентабельность 36.6 сохранится в связи с вероятным ростом арендных ставок, а также высокими темпами экспансии компании и связанными с этим расходами на ребрендинг, обучение и формирование ассортимента в новых аптеках. Это, правда, будет отчасти компенсировано более выгодными условиями поставок, которых сможет добиться компания по мере роста рыночной доли.

Ключевым фактором поддержки кредитного профиля Аптек остается так называемая «equity story», т.е. возможность в случае необходимости продать собственные акции или акции дочерней компании Верофарм. Собственно, в начале ноября компания провела SPO и привлекла в капитал около 109 млн. долл., что позволило ей снизить риски рефинансирования и укрепить баланс (чистый долг к 12 ноября снизился до 266 млн. долл.). По нашим оценкам, от продажи доли в Верофарме Аптеки могут получить около 200 млн. долл. Капитализация Аптек сейчас составляет более 600 млн. долл., Верофарма – почти 500 млн. долл.

На наш взгляд, облигации 36.6 в настоящий момент оценены достаточно справедливо (12.8%). Мы не считаем их привлекательными для покупки.

Ключевые финансовые показатели компании «Аптечная сеть 36.6», МСФО						
USD млн.	2005 г.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.	9 мес. 2006 г.	
Выручка	305	528	390	591	348	
Операционная прибыль	14	12	6	(1.4)	4	
ЕБИТДА	23	25	15	13	12	
Чистая прибыль	8	34	(17)	(42)	42	
Долг (с учетом обязательств по фин. аренде)	110	253	288	289	240	
Собственный капитал	63	132	182	193	132	
Активы	245	525	620	709	525	
Ключевые показатели						
ЕБИТДА margin (%)	7.5%	4.7%	3.8%	2.2%	3.4%	
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	4.9	10.1	9.6	16.7	15.0	
Долг/Собственный капитал (x)	1.7	1.9	1.6	1.5	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

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.