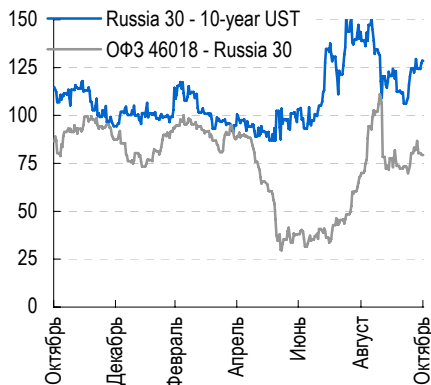
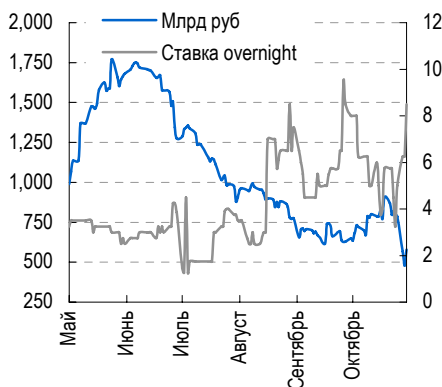


среда, 31 октября 2007 г.

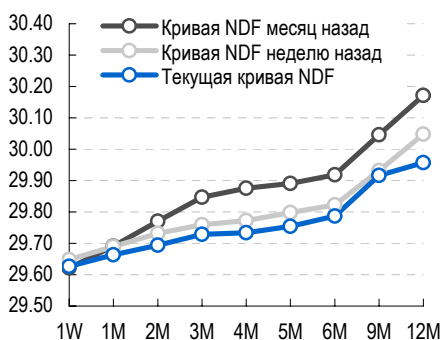
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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

- Активность минимальна в ожидании решения ФРС. Какой из сценариев будет наилучшим для EM? «Нелогичные» покупки в EVRAZ и VIP (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынок чувствует себя уверенно, а бюджет преподнес приятный сюрприз. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Макси-Групп (NR) столкнулась с серьезными финансовыми затруднениями в связи с ухудшением доступа к рефинансированию (стр.3).**
- Вкратце: Азбука Вкуса (NR) озвучила ожидания собственных финансовых результатов за 2007 г.** Выручка компании должна составить 260 млн. долл., показатель EBITDA margin – 8.1%, а соотношение «Долг/ЕБИТДА» – 4.1x. (Источник: Коммерсантъ). Эти цифры выглядят заметно хуже прогнозов компании, представленных в материалах к размещению облигаций в июне 2006 г. (выручка в 2007 г. – 284 млн. долл., EBITDA margin – 11%, Долг/ЕБИТДА – 1.3x). Мы полагаем, что эти «расхождения» отражают сложности экспансии в сегменте премиальной продуктовой розницы. Так или иначе, учитывая все еще низкую финансовую прозрачность и высокую долговую нагрузку Азбуки Вкуса, мы не считаем привлекательным выпуск облигаций компании (УТР 12.9%). В сегменте коротких выпусков ритейлеров 2-3 эшелонов пока есть и более интересные предложения (Л'Этуаль, Холидей, Дикси, Копейка).
- Вкратце: Одним из акционеров УРСА Банка (Ва3/NR/B) стал фонд прямых инвестиций под управлением Troika Capital Partners.** Предметом сделки являются «старые» акции, т.е. транзакция не увеличит капитал банка. В связи с этим мы воспринимаем ее как нейтральную с «кредитной» точки зрения. Наиболее интересно на фоне остальных выпусков банка смотрятся облигации УРСА-7 (УТР 11.16%), которые, по нашим прогнозам, вскоре войдут в Ломбардный список ЦБ.
- Вкратце: Группа Инпром (NR) озвучила отдельные цифры по МСФО за 1-е полугодие 2007 г.** Компания продемонстрировала резкий рост выручки (+83%). Однако операционная рентабельность остается низкой (ЕБИТДА margin 5.4%). Компания отказалась раскрыть нам данные по объему долга на отчетную дату. Мы предполагаем, что долговая нагрузка остается высокой (Долг/ЕБИТДА 7-8x). На наш взгляд, облигации Инпрома (9%) серьезно переоценены из-за присутствия в списке А1.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.38	0	-0.21	-0.32
EMBI+ Spread, бп	196	-1	-5	+27
EMBI+ Russia Spread, бп	130	+1	+6	+34
Russia 30 Yield, %	5.67	+0.02	-0.12	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.46	+0.01	-0.11	-0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	477.9	+99.2	-98.2	-188.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	100.2	-0.6	+28.0	-14.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-199.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.17	+0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.02	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	87.4	-2.9	+8.2	+26.7
Индекс РТС	2206	-20	+134	+296

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Ничего существенного на рынке **US Treasuries** вчера не произошло – кривая осталась на прежнем уровне, несмотря на слабую статистику (Consumer Confidence) и снижение на рынке акций. Инвесторы хотят дождаться решения **ФРС** по **FED RATE**.

Сегмент облигаций **Emerging Markets** также находится в состоянии напряженного ожидания решения по ставке. Активность минимальна, при этом индикативные спрэды **CDS** по ключевым бенчмаркам расширились примерно на 2-5бп.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) торгуется со спрэдом к **UST** на уровне 128бп, следуя за движениями американского рынка. В корпоративном сегменте несколько неожиданно для нас чуть подросли котировки выпусков **Евраз** и **ВымпелКом**. Дело в том, что обе компании планируют новые крупные заимствования (**Евраз** – около 2 млрд. долл., **ВымпелКом** – от 3.5 до 4.5 млрд. долл.). При этом из сообщений информационных агентств следует, что Евраз, скорее всего, остановится на кредите, тогда как ВымпелКом может получить бридж и затем рефинансировать его еврооблигациями (Reuters). В этой ситуации мы бы скорее ожидали ослабления котировок выпусков этих компаний, в особенности ВымпелКома, но никак не роста.

Что же касается возможного влияния сегодняшнего решения **ФРС** на сегмент **EM** и российские облигации, то, на наш взгляд, очевидно негативной новостью стало бы лишь сохранение **FED RATE** неизменной. В этом случае, мы почти наверняка увидим рост доходностей по всему спектру бумаг. Если же выбирать между снижением ставки на 25бп и 50бп, то мы затрудняемся выбрать более «предпочтительный» для рынка вариант. Исходя из того, что все ожидают движения на 25бп, подтверждение ожиданий будет для инвесторов умеренно-позитивной новостью. Снижение ставки на 50бп, с одной стороны, уменьшит стоимость ликвидности, но, с другой стороны, будет сигнализировать о том, что ФРС считает ситуацию в экономике США критической, а, кроме того – усилит инфляционные ожидания.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Во вторник ситуация на денежном рынке осталась довольно напряженной, в связи с чем банки активно привлекали финансирование в ЦБ (более 200 млрд. руб.). Ставки **overnight** большую часть дня держались около 8%. Сегодня утром участников рынка ждал приятный сюрприз – остатки на корсчетах выросли почти на 100 млрд. руб. Мы связываем это в основном с притоком в систему бюджетных средств (и в меньшей степени – с увеличением объемов репо с ЦБ). Сегодня ликвидность также пополнят рубли от вчерашних продаж валюты в ЦБ (1.5-2.0 млрд. долл.). Так что сегодняшние платежи за пользование недрами банковская система должна «пройти» без особых проблем.

Руководствуясь (на наш взгляд, вполне обоснованными) ожиданиями улучшения ситуации с ликвидностью уже в конце этой недели, многие инвесторы вчера продолжили спекулятивные покупки рублевых облигаций. Котировки большинства ОФЗ и выпусков первого эшелона подросли примерно на 15-25бп. Среди госбумаг пользовались спросом облигации серий **46020** (+15бп; YTM 6.83%), **46017** (+19бп; YTM 6.33%), **26199** (+5бп; YTM 6.28%). Обращаем внимание на **ОФЗ 26198** (+5бп; YTM 6.32%) – он сравним по дюрации с **ОФЗ 26199**, однако торгуется с премией.

Макси-Групп (NR) столкнулась с серьезными финансовыми затруднениями

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

Причиной этих затруднений стало ухудшение доступа к рефинансированию. Очевидно, что компания находится в состоянии «финансового стресса». Газеты сообщают о возможной остановке производства на крупнейшей площадке группы – НСММЗ (Источники: RBCDaily, Коммерсантъ).

По нашим оценкам, по состоянию на конец 2006 г. соотношение «Долг/ЕБИТДА» у компании составляло около 6-7х. Исходя из мультипликатора «EV/ЕБИТДА» для российских металлургических компаний (около 7-8х), стоимость акционерного капитала Макси-Групп может быть больше нуля, т.е. этот актив может представлять какой-то интерес. Однако для более адекватной оценки необходимо иметь более оперативную информацию о финансовом положении компании, которой мы не располагаем.

Учитывая смягчение позиции ключевого акционера относительно возможной продажи доли в Группе стороннему инвестору (мы слышали, что ранее г-н Максимов отвергал подобные предложения, сейчас Ъ сообщает, что такие переговоры идут), мы надеемся, что Макси найдет способ избежать банкротства. При этом все же вероятна реструктуризация части банковских кредитов.

Радует, что несколько недель назад компания успешно выполнила свои обязательства по оферте. Следующая оферта по оставшимся в обращении облигациям (около 500 млн. руб.) наступит в марте 2008 г. Мы предполагаем, что с вероятностью около 50% Макси удастся найти выход из сложившейся ситуации к этому моменту.



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.