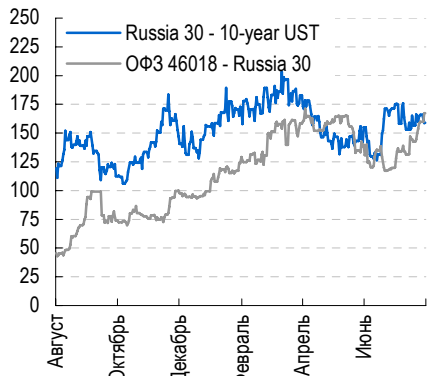
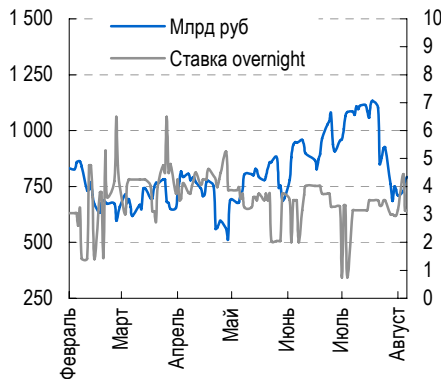


среда, 6 августа 2008 г.

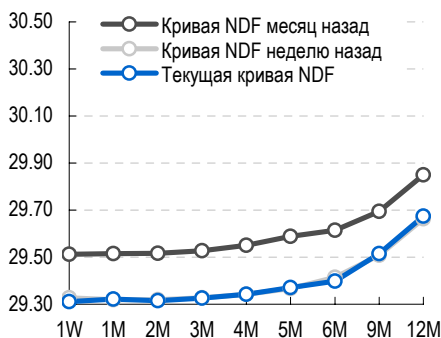
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

6 авг	Аукционы ОФЗ-25063, ОФЗ-46021
7 авг	Размещение руб. обл. Группа ЛСР-2
7 авг	Размещение руб. обл. ГорСупмаркт-2
7 авг	Размещение руб. обл. Связь-Банк-2
7 авг	Размещение руб. обл. Синтерра-1
7 авг	Статистика по потреб. кредитам в США
7 авг	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
8 авг	Размещение руб. обл. Крайинвестбанк-1

Рынок еврооблигаций

- **ГОМС** оставила ставку без изменений. Осторожные покупки в выпусках **Евраз**, **Северстали**. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Активность на рублевом долговом рынке по-прежнему низкая, значительных изменений нет. Сегодня два аукциона **ОФЗ**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Группа ЛСР (В1/В+)** и **Азбука Вкуса (NR)**: комментарии к размещениям (стр.4-5).
- **Холдинг Марта (NR)** вчера заявил о своей неплатежеспособности и невозможности в данный момент исполнить обязательства по выплате купона. Также сегодня Ведомости сообщают о закрытии магазинов сети Гроссмарт. Сеть представляет собой самый значимый актив группы, за счет продажи которого планировалось погасить часть долгов холдинга. По нашим оценкам, вероятность полноценного дефолта по оставшимся в обращении облигациям и кредитным нотам Марты весьма высока.
- **ЦентрТелеком (NR/В+/В)** опубликовал нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г. по РСБУ. Выручка компании достигла 16.4 млрд. руб. (+4.3% к 1-му полугодю 2007), а рентабельность по OIBDA увеличилась по сравнению с 1-м кварталом 2008 г. до 36.7%. Долговая нагрузка ЦТК по-прежнему не вызывает опасений (соотношение Долг/ЕБИТДА - 1.5x). Мы нейтрально относимся к облигациям ЦТК (8.87%) на текущих уровнях.
- **АвтоВАЗ (NR)** продемонстрировал сильные результаты за 2007 г. по МСФО. Рост выручки составил 4.2% (187.5 млрд. руб.), а рентабельность по ЕБИТДА достигла 9.6% против 9% в 2006 г. На начало 2008 г. компания сохраняла большой запас денежных средств на балансе (около 19 млрд. руб.), а соотношение Чистый долг/ЕБИТДА находилось на уровне 1.1x (1.5x в 2006 г.). Сильной стороной кредитного профиля компании остается господдержка. Мы не ожидаем реакцию на отчетность в выпусках АвтоВАЗа (9.30-9.90%).
- **Moody's** изменило прогноз рейтинга **ТНК-ВР (Ваа2/ВВ+/ВВВ-)** со «Стабильного» на «Развивающийся». Рейтинговое агентство отметило неопределенность, связанную с противоречиями между руководством компании и российскими акционерами.
- **Fitch** повысило рейтинг банка **Зенит** до **В+**/прогноз «Стабильный».
- **Инфляция в России за июль составила 0.5%**, с начала года – **9.3%** (Источник: Росстат). В прошлом году за аналогичный период потребительские цены выросли на 0.9% и 6.6%, соответственно.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.02	+0.06	+0.04	-0.01
EMBI+ Spread, бп	282	-4	-20	+43
EMBI+ Russia Spread, бп	167	-1	-12	+20
Russia 30 Yield, %	5.61	+0.02	-0.08	+0.10
ОФЗ 46018 Yield, %	7.28	+0.09	+0.39	+0.81
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	545	-1.9	-118.3	-343.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	247.5	+20.3	-174.3	+132.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.46	-0.01	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.27	-0.01	-0.28	-0.46
Нефть (брент), USD/барр.	117.7	-3.0	-26.7	+23.8
Индекс РТС	1812	-84	-376	-479

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

FOMC НЕ ТОРОПИТСЯ

Вчера все внимание участников рынка было обращено на итоги заседания FOMC. Надо сказать, чиновники не удивили инвесторов – **FED RATE** была оставлена без изменения на уровне 2%. Любопытно, что мнения участников разделились в пропорции 10 к 1: единственным сторонником повышения ставки остался глава ФРБ Далласа Ричард Фишер, тогда как другие члены комитета предпочли занять более умеренную позицию. Даже те, кто недавно заявлял о возможности повышения ставки – Г.Стерн и Ч.Плоссер – все же проголосовали за ее сохранение на текущем уровне.

В официальном пресс-релизе участники заседания отметили экономический рост во 2-м квартале 2008 года, объяснив его улучшением потребительской активности и увеличением экспорта. В то же время, в числе негативных факторов были названы ситуация на рынке труда, тяжелые условия на финансовых рынках, а также высокие цены на энергоресурсы. Инфляции члены FOMC уделили особое внимание, заявив, что хотя на данный момент «некоторые инфляционные индикаторы» остаются на повышенном уровне, чиновники, тем не менее, ждут в ближайшее время ее снижения.

На наш взгляд, комментарий FOMC носил довольно нейтральный характер и не подал инвесторам никаких прямых намеков на вероятность повышения ставки в ближайшее время. Согласно проведенному Reuters опросу 19 «первичных дилеров» (банков, напрямую торгующих с ФРС) все респонденты ждут сохранения ставки на текущем уровне как минимум на двух следующих заседаниях, при этом лишь один банк предположил, что к концу года ставка будет повышена.

Рынок **US Treasuries** отреагировал на решение FOMC довольно сдержанно: доходность 2-летних нот выросла на 2бп до 2.55%, 10-летних – чуть сильнее, на 6бп до 4.02%. Впрочем, на котировки длинных UST дополнительное давление оказывает первичное предложение – на сегодня и завтра назначены аукционы по 10- и 30-летним бумагам. В то же время, макроэкономическая статистика не способствует росту доходностей: хотя опубликованный вчера индекс **ISM** в сфере услуг и оказался выше ожиданий, в «положительную» зону он пока не поднялся, составив 49.5 пунктов.

EMERGING MARKETS

Решение FOMC внесло на рынок некоторую определенность, и инвесторы возобновили осторожные покупки. Котировки большинства бумаг сектора по итогам дня выросли, спрэд **EMBI+** сузился до 282бп (-46п). Спрэд российского бенчмарка **RUSSIA30** (YTM 5.61%) к UST10 также сузился на 46п – сейчас он на уровне 158-159бп.

В корпоративном сегменте мы видели покупки в облигациях металлургических компаний: **EVRAZ13** (YTM 9.33%), **CHMFRU14** (YTM 9.56%); некоторый рост котировок **KZOLKZ13** (YTM 7.80%) и **KZOLKZ18** (YTM 8.75%). На новостях о повышении рейтинга подрост и выпуск **ZENIT09** (YTM 8.51%). А вот облигации **ТНК-ВР** никак не «отреагировали» на новость о снижении прогноза по рейтингу от Moody's, равно как и выпуски **КазКоммерцБанка** – сообщение инвестиционной компании Alpaig о консолидации блока пакета банка не оказало на них существенного влияния. Впрочем, об этих планах фонда было известно довольно давно – см. наш комментарий от 23 июня.

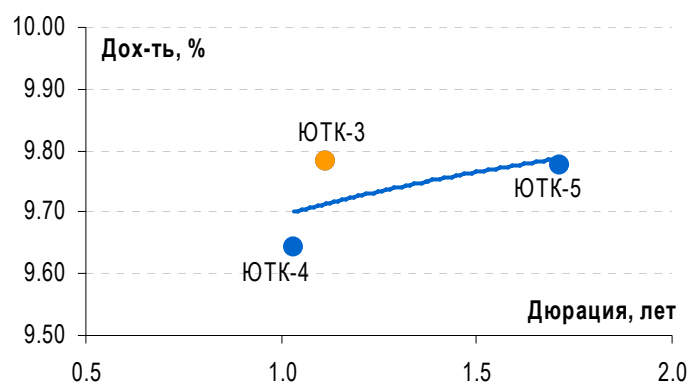
Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера по сравнению с понедельником расстановка сил на рублевом долговом рынке существенно не изменилась. Котировки облигаций **1-го эшелона** медленно, но верно продолжают снижаться – порядка 10-15бп в цене вчера потеряли **ФСК-5** (УТМ 7.82%), **РСХБ-3** (УТР 9.40%), **Газпром-8** (УТМ 7.71%), **РЖД-6** (УТМ 8.40%) и пр.

Одновременно присутствует спрос на качественные бумаги **2-го эшелона**. Хотим обратить внимание на некоторые диспропорции, образовавшиеся в облигациях ЮТК – на наш взгляд, выпуск **ЮТК-3** (УТМ 9.78%) смотрится недооцененным относительно собственной кривой:



Доразмещение 8-го выпуска **Московской области** (на 9 млрд. рублей) прошло без неожиданностей – доходность сложилась в размере 10.20%, т.е. примерно на уровне, где бумаги торговались накануне. Кстати, вчера стало известно, что Наблюдательный совет **АИЖК** одобрил эмиссию 4-х выпусков облигаций суммарно на 28 млрд. рублей. Новость не стала чем-то неожиданным – еще в июне глава Агентства **А.Семеняка** озвучивал подобные планы. Однако это очередной повод инвесторам задуматься о масштабах планов компаний 1-го эшелона по выходу на публичный рынок.

ДВА АУКЦИОНА ОФЗ

Сегодня **Минфин** доразмещает два выпуска **ОФЗ** суммарно на 25 млрд. рублей: **25063** – на 14 млрд. рублей, **46021** – на 10 млрд. рублей. Мы полагаем, все пройдет по уже привычному сценарию – Минфин не пойдет на предоставление сколько-нибудь значимой премии, поэтому продано будет незначительное количество бумаг.

ЛИКВИДНОСТЬ РАСТЕТ, ОДНАКО НЕ ТАК БЫСТРО КАК ХОТЕЛОСЬ БЫ

Остатки банков на корсчетах в ЦБ растут 4-й день подряд – к сегодняшнему утру их сумма достигла почти 793 млрд. рублей. Судя по их динамике, приток средств из бюджета иссяк, а основным источником пополнения ликвидности сейчас являются валютные интервенции ЦБ, который покупает около 0.8-1 млрд. долл. ежедневно. Ситуация на денежном рынке остается стабильной – ставки **overnight** находятся около 4%.

Вместе с тем, есть ощущение, что это равновесие достаточно шаткое, и налоговые выплаты в августе не дадутся «малой кровью». В этом плане любопытно, что на вчерашнем аукционе по размещению бюджетных средств спрос превысил предложение в 2 раза, чего не было с момента введения этого инструмента. Банки заняли у Минфина 10 млрд. рублей на месяц, средневзвешенная ставка составила 8.42%

ОАО «Группа ЛСР» (B1/NR/B+): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение облигационного займа ОАО «Группа ЛСР» (B1/NR/B+) объемом 5 млрд. рублей с погашением через 5 лет. По выпуску предусмотрена оферта через полтора года. Эмитентом (в отличие от предыдущего займа, погашенного в марте) выступает не SPV, а непосредственно головная компания холдинга при поручительстве входящего в группу ЛСР ОАО «Ленинградский речной порт». Учитывая сильные кредитные метрики эмитента, поручительство носит скорее номинальный характер.

Группа ЛСР хорошо известна рынку. Это строительный холдинг, занимающийся как непосредственно строительством и девелопментом, так и производством строительных материалов. В ноябре 2007 г. группа провела IPO, в ходе которого в капитал ЛСР было привлечено порядка 588 млн. долл. Основным бенефициаром группы является основатель А.Молчанов с долей 72.9%, 13.8% контролируется топ-менеджментом, free-float составляет 13.3%.

Кредитный профиль эмитента мы оцениваем как весьма устойчивый. Более половины выручки и EBITDA ЛСР генерируется сегментом «Общестроительные и нерудные материалы», непосредственно на строительство и девелопмент по итогам 2007 г. пришлось порядка 42% выручки и 38% EBITDA. На наш взгляд, производство стройматериалов связано с меньшими рисками по сравнению с девелопментом, т.о. диверсифицированная структура деятельности компании способствует снижению бизнес-рисков, характерных для строительного сегмента. Компания имеет значительный портфель девелоперских проектов – на конец 2007 г. земельный банк ЛСР составлял порядка 8.2 млн. кв.м. (около 5.67 млрд. долл. в денежном выражении).

В 2007 г. ЛСР продемонстрировала сильные финансовые результаты. Выручка компании достигла 35.8 млрд. руб. (+69.8%). В долларовом выражении рост выручки составил порядка 80%. Рентабельность по EBITDA без учета доходов от переоценки увеличилась до 22.1% (+4.9 п.п.). Благодаря росту денежного потока долговая нагрузка ЛСР снизилась до комфортных 2.0x в терминах Чистый долг/EBITDA (по сравнению с 3.6x в 2006 г.). В дальнейшем ЛСР намеревается поддерживать соотношение Долг/EBITDA на уровне не выше 3.0x.

Общий объем инвестиций группы на период 2008-2011 гг. запланирован на уровне 1.2-1.6 млрд. долл. (в среднем 300-400 млн. долл. в год). Порядка 50% инвестиций ЛСР намеревается профинансировать из собственных средств. Принимая во внимание, что по итогам 2007 г. показатель EBITDA составил порядка 494 млн. долл., запланированные инвестиции компании вполне по силам. Отметим, что помимо долгового финансирования, в случае необходимости ЛСР может также привлечь акционерный капитал (в конце 2007 г., не самый благоприятный для финансовых рынков период, группе удалось успешно провести IPO).

Среди немногих недостатков кредитного профиля ЛСР можно выделить сложную юридическую структуру группы. При этом мы отмечаем высокую финансовую прозрачность холдинга (регулярно публикуется отчетность по МСФО, есть кредитные рейтинги).

Из представленных на долговом рынке компаний наиболее близкой по кредитному профилю к ЛСР является ЛенСпецСму (B от S&P). Вместе с тем, ЛСР имеет более удачную диверсификацию бизнеса, а также более высокий рейтинг. Выпуск ЛенСпецСму-2, сопоставимый по дюрации с новым займом ЛСР, торгуется сейчас с доходностью около 12%. Однако в случае ЛСР эмитентом выступает не SPV, а непосредственно головная компания холдинга, что вполне позволяет планируемому выпуску попасть в список репо ЦБ. С учетом этого, озвученный организатором купон 10.75%, соответствующий доходности порядка 11%, кажется нам справедливым.

Ключевые финансовые показатели Группы АСР, МСФО		
млн. руб.	2006 г.	2007 г.
Выручка	21 111	35 837
ЕБИТДА*	3 625	7 903
Чистая прибыль	1 101	9 180
Долг	14 478	24 152
Чистый долг	12 870	15 443
Собственный капитал	5 140	42 977
Активы	38 741	95 753
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	17.2%	22.1%
Рентабельность Чистой прибыли (%)	5.2%	25.6%
Долг/ЕБИТДА (x)	4.0x	3.06x
Чистый Долг/ЕБИТДА (x)	3.6x	2.0x
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	2.5x	0.36x

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

*без учета доходов от переоценки

Азбука Вкуса (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы Азбука Вкуса объемом 2 млрд. рублей с офертой через год и погашением через 3 года. Эмитентом выступает основная операционная компания группы – ООО «Городской Супермаркет». Поручитель – управляющая компания группы и владелец бренда ООО «Азбука Вкуса».

Азбука Вкуса – розничная сеть супермаркетов премиум класса в Москве и Подмосковье. На сегодняшний день группа объединяет 24 магазина общей площадью 37.1 тыс. кв. м. и оценивает свою долю в этом рыночном сегменте на уровне 40%. До 2011 г. Азбука вкуса планирует ежегодно открывать по 4-6 новых магазинов в Москве. Кроме того, стратегия компании подразумевает региональную экспансию в Екатеринбург, Самару и крупные города стран СНГ (Алматы, Киев), а также запуск в марте 2009 г. фабрики-кухни – централизованного производства кулинарии. В собственности Азбуки Вкуса находятся 4 объекта недвижимости, рыночная стоимость которых составляет 29 млн. долл. Из них свободным от залога на момент составления документации к размещению было только одно здание, в котором планируется расположить фабрику-кухню. Кстати, компания-владелец помещений не входит в структуру займа. Конечными бенефициарами Азбуки выступают ее основатели (75% минус 1 акция), а также бывшие владельцы Экспобанка (25%+ 1 акция), вошедшие в капитал компании весной 2008 г.

На наш взгляд, бизнес-модель премиального супермаркета является достаточно «тяжелой» и рискованной. Такие магазины подразумевают очень высокие операционные расходы: необходимо занимать площади в престижных местах и платить чрезвычайно высокие арендные ставки, содержать очень большой штат персонала, поддерживать широчайший ассортимент товаров. Все это оправдывает себя только в том случае, если удастся сгенерировать достаточный трафик из состоятельных потребителей. В принципе, Россия/СНГ – один из немногих регионов, где подобные форматы вообще могут существовать, т.к. здесь достаточно популярна модель «демонстративного потребления».

Тем не менее, даже у нас такие сети не могут быть крупными в связи с естественной узостью занимаемой ниши. Как следствие – присутствие рисков, связанных со сравнительно небольшими масштабами (и, соответственно, слабой переговорной позицией в отношениях с поставщиками), низкой диверсификацией и высокой ценой «управленческой ошибки», т.е., например, расположением магазинов в неудачных местах. В этом смысле риски, связанные с экспансией, для Азбуки вкуса выше, чем, скажем, для дискаунтера. Кроме

того, следует понимать, что такие форматы наиболее уязвимы в случае замедления экономического роста, т.к. спрос на подобный сервис достаточно эластичен. Конкуренция – тоже важный фактор риска. На наш взгляд, если крупная федеральная сеть захочет занять нишу в премиум-сегменте, то Азбуке Вкуса придется нелегко. Кстати, достаточно симптоматично, что двое из четырех основателей компании частично вышли из этого проекта, запустив сеть обычных супермаркетов Оливье.

Среди других слабостей кредитного профиля Азбуки – недостаточная финансовая прозрачность (аудированной отчетности по МСФО пока нет), достаточно высокая долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА 4.2x по итогам 2007 г.) и существенные инвестиционные аппетиты (55.6 млн. долл. инвестиций в 2008 г. против ожидаемой ЕБИТДА в 33.4 млн. долл.).

Теперь о достоинствах. Среди сильных сторон кредитного профиля Азбуки вкуса – высокая узнаваемость брэнда, сильные позиции в сегменте на рынке Москвы и простая юридическая структура компании. Кроме того, нам нравится, что компания начала сотрудничество с ЕБРР – банк выделил Азбуке 9-летний кредит на 40 млн. долл. (ковенанты кредита ограничивают долговую нагрузку на уровне 5x). Мы также видим позитивные для кредиторов моменты в появлении среди акционеров Азбуки бывших владельцев Экспобанка (несмотря на то, что нового капитала в компанию не поступило). Во-первых, у новых акционеров есть ресурсы для предоставления компании дополнительного финансирования в стресс-сценарии – они продали Экспобанк почти за 750 млн. долл. Во-вторых, бывшие банкиры могут помочь Азбуке Вкуса с финансовой стратегией и привлечением долгового капитала, что особенно полезно в нынешних условиях.

Price-talk организаторов займа составляет 13-14% по ставке купона. В качестве ориентиров для сравнения можно выбрать розничные сети Холидей (УТР 13.42%) и Бахетле (УТР 13.97%). Последняя, кстати, после прохождения оферты в мае этого года установила купон в размере 15%. На наш взгляд, в текущих рыночных условиях справедливая доходность по новому выпуску Азбуки вкуса должна составлять не менее 15%.

Ключевые финансовые показатели группы «Азбука Вкуса», управленческая отчетность

Млн. долл.	2006*	2007*	1П2008
Выручка	177.2	334.3	104.4
ЕБИТДА	12.8	23.8	7.3
Чистая прибыль	3.0	4.3	0.3
Долг	75.0	101.3	111.2
Собственный капитал	26.7	30.9	31.3
Активы	137.5	202.1	218.1
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	7.4%	7.1%	7.0%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.8	4.2	3.8
ЕБИТДА/Процентные расходы (x)	3.0	2.1	2.3
Долг/Собственный капитал (x)	2.8	3.3	3.5

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

*- финансовый год заканчивается 31 марта



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
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		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	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.

© 2008, 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.