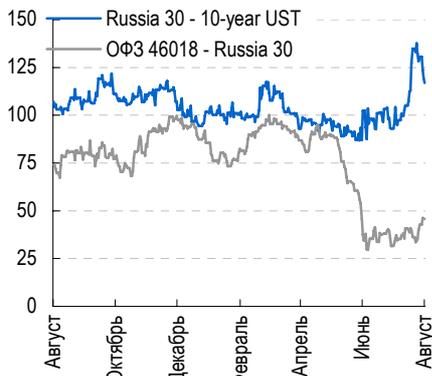


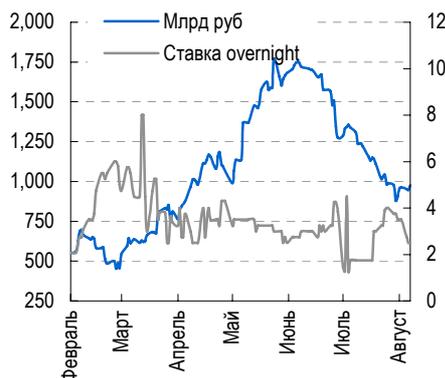
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 8 августа 2007 г.

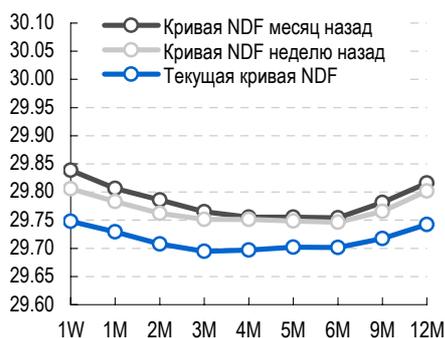
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

9 авг	Размещение руб.обл. Мираторг-1
10 авг	Размещение руб.обл. Евростиль-1
10 авг	Индекс цен на импорт в США
15 авг	Размещение руб.обл. Трансфин-М-2
15 авг	Уплата ЕСН, страховых взносов
15 авг	Аукцион ОФЗ 46021
20 авг	Уплата НДС
27 авг	Уплата акцизов, НДС

Рынок еврооблигаций

- Достаточно жесткие комментарии **ФРС** привели к росту доходностей **UST**. Российский сегмент постепенно сужает спреды. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Обратить внимание на **РЖД-5**, облигации **авиадвигателестроителей**, а также короткие выпуски **Амурметалла**, **КОКСа** и **ИНПРОМа**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Мираторг (NR)**: комментарий к размещению (стр.3)
- Вкратце: АК АЛРОСА (Ва2/ВВ-) отчиталась за 2006 г. по МСФО.** Результаты в целом выглядят чуть хуже, чем в 2006 г. Рентабельность компании несколько снизилась (ЕБИТDA margin 30.8% против 34.2% в 2005 г.). Наиболее очевидная причина – укрепление рубля. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТDA» выросло до 2.0x по сравнению с 1.3x в 2005 г. Правда, в середине 2006 г. оно было еще выше – 2.2x. В любом случае, держатели облигаций АК АЛРОСА сейчас не придадут большого значения фин. результатам компании. Ключевой фактор – процесс «федерализации» АК АЛРОСА и связанное с этим позитивное влияние на кредитоспособность. Речь идет о прекращении с 2007 г. практики уплаты роялти в бюджет Якутии (ок. USD300 млн. ежегодно) и возрастающей степени господдержки. Федерализация, по нашим оценкам, завершится не ранее начала 2008 г. До этого крупные сделки М&A, о которых ходит много слухов (см. например статью в «Ведомостях» сегодня), маловероятны, т.к. затруднят процесс федерализации. Выпуск ALROSA 14 (6.95%; 35бп к Газпрому) малоинтересен.
- Вкратце: Альянс Русский Текстиль (NR) движется к более прозрачной структуре**, избавился от непрофильных активов, развивает региональную сеть и собственное швейное производство, увеличивает рентабельность и думает об IPO в 2008-2009 гг. (Источник: Интерфакс). Эта приятная уху инвесторов риторика теоретически может оказать поддержку облигациям АРТ. Однако, заявления – это вряд ли достаточное основание для того, чтобы считать эмитента вышедшим из категории distressed (очень высокая долговая нагрузка, недавний корпоративный скандал, «тяжелая отрасль», доходность 12-15%). Мы считаем, что инвесторам следует дождаться внятной отчетности компании.

- Вкратце: Ритейлер Виктория (NR) намерен приобрести небольшую московскую сеть (Ведомости).** Сделка, вероятно, приведет к умеренному росту долговой нагрузки Виктории («Долг/ЕБИТDA ≈ 2.8x на конец 2006 г.»). Мы нейтрально относимся к рублевым облигациям Виктории на текущих уровнях (10.2-10.7%).

- Вкратце: Moody's повысило рейтинг Абсолют Банка с Ва3 до Ваа3.**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.77	+0.03	-0.41	+0.07
EMBI+ Spread, бп	212	-4	+51	+43
EMBI+ Russia Spread, бп	122	-2	+30	+26
Russia 30 Yield, %	5.96	-0.02	-0.16	+0.31
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	-0.02	-0.01	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	484.8	+20.9	+23.2	-181.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	490.5	+8.3	-356.6	+375.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	49	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.58	+0.33	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.83	-0.01	-0.05	+0.15
Нефть (брент), USD/барр.	71.8	+0.6	-3.8	+11.1
Индекс РТС	1952	+7	-23	+42

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки US Treasuries вчера сползли вниз, а доходность **10-летних нот** выросла до 4.77% (+3бп). Сегодня утром она устремилась еще выше, вплотную подбираясь к уровню 4.80%. Росту доходностей способствовала экономическая статистика, но в первую очередь – итоги заседания **FOMC**. Ставка **FED RATE**, как и ожидалось, осталась на уровне 5.25%. Пресс-релиз **FOMC** выдержан в достаточно жестких тонах. Чиновники ФРС отметили, что, несмотря на «волатильность» на финансовых рынках, экономический рост продолжается, а инфляционные риски остаются высокими. Фьючерсы на **FED RATE** отреагировали на комментарии **ФРС** пересмотром оценки вероятности снижения **FED RATE** в октябре с более чем 80% до 60%.

Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 4бп и составил 212бп. Котировки практически всех индикативных выпусков выросли; в лидерах – Бразилия. Сегодня вероятно снижение **EM** вслед за **US Treasuries**.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.96%) еще немного вырос в цене, котировки на конец дня составляли 110 3/4. Спрэд к UST сузился до 117-119бп. Таким образом, наша понедельничная рекомендация на покупку спреда пока себя оправдывает. На корпоративном рынке активность минимальна. Спорадические продажи происходят в банковских выпусках. Зачастую уровни цен выглядят очень привлекательно. Сейчас, на наш взгляд, хороший момент для формирования длинных позиций в корпоративных и банковских выпусках.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Настрой рублевого долгового рынка вчера был умеренно-позитивным. Рынок закрылся чуть выше уровней понедельника. Длинные ОФЗ подросли примерно на 5-10бп. В первом эшелоне пользовались спросом **Газпром-9** (+10бп; YTM 6.75%), **ЛУКОЙЛ-3** (+18бп; YTM 6.68%), **МосОбласть-7** (+5бп; YTM 6.97%).

Мы рекомендуем обратить внимание на выпуск **РЖД-5** (YTM 6.18%). Он сейчас располагается примерно на 85-90бп выше кривой ОФЗ, в том время как соседние и более длинные выпуски **РЖД-3** (YTM 6.34%) и **РЖД-6** (YTM 6.56%) торгуются со спрэдом около 75-80бп.

В облигациях 2-го эшелона также оживились покупатели, спросом пользуется короткая и средняя дюрация. Мы обратили внимание на **НПО Сатурн-3** (YTP 8.75%), который вчера прибавил в цене около 20бп. На наш взгляд, дальнейший потенциал снижения доходности есть. На прошедшей 1 августа встрече первого вице-преьера Сергея Иванова с президентом В. Путиным было отмечено, что к концу августа появятся конкретные предложения по созданию авиадвигателестроительных холдингов. В этом связи, пожалуй, имеет смысл постепенно увеличивать позиции в облигациях авиадвигателестроительных компаний (**НПО Сатурн**, **ПМЗ**, **УМПО**, **КМПО**; доходности около 9%) в расчете на появление позитивных новостей в ближайшие 2-3 недели.

Кроме того, мы рекомендуем обратить внимание на облигации компаний **Амурметалл**, **Инпром** и **КОКС**. Дело в том, что сейчас короткие выпуски этих эмитентов предлагают более широкие спрэды, чем соответствующие длинные выпуски (см. диаграмму ниже). Поэтому **Амурметалл-1** (YTM 8.48%), **Инпром-3** (YTP 8.39%) и **Кокс-1** (YTM 8.24%) сейчас выглядят интересно:



Сегодня на вторичные торги выходят 9 выпусков, среди них: **Х5-Финанс** (УТР 7.70%), **АВТОВАЗ-4** (УТР 7.75%), **ЮТК-5** (УТР 7.62%), **МОИА-3** (УТР 7.89%).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

В ходе размещения выпуска **ДВТГ-1** купон была установлена в размере 10.75% (УТР 11.04%). Это заметно ниже наших оценок справедливой доходности. Процентная ставка по облигациям **М.О.Р.Е.-Плаза-1** сложилась на уровне 12.25% (УТР 12.63%). По данному эмитенту мы не успели сформировать кредитное мнение.

По выпуску **БФФ-1** (УТР 12.91% по номиналу) вчера были установлены новые купоны до погашения на уровне 11.50%. Это соответствует доходности около 12.02% (свопы+660бп). Исторически спред выпуска к свопам был около 700бп.

Мираторг: комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы компаний Мираторг объемом 2.5 млрд. рублей с годовой офертой и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает SPV - ООО «Мираторг Финанс» при поручительстве двух российских операционных компаний и офертах от двух кипрских субхолдинговых компаний группы.

Мираторг является одним из ведущих дистрибьюторов мясной продукции на российском рынке. Одновременно компания реализует стратегию увеличения степени вертикальной интеграции, предполагающую появление собственного производства комбикормов, а также мощностей по убою и глубокой переработке мяса. В состав холдинга входят также сельскохозяйственные предприятия (зерновые компании, свиноводческие фермы), и логистический комплекс. Дивизион дистрибуции выделен в отдельную группу. Информацию о бенефициарах компании мы не нашли.

Основными регионами продаж Мираторга являются Москва и Санкт-Петербург. Дистрибуция мяса на сегодняшний день является ключевым бизнесом Группы, обеспечившим в 2006г. 90% выручки. Однако учитывая высокую зависимость от импортных квот на мясо, а также снижающуюся маржу в отрасли, компания планирует снижение доли этого сегмента в выручке до 70% уже в 2007 г. Основное внимание группы сосредоточено на создании собственных комплексов по переработке мяса, а также производстве готовых полуфабрикатов.

Среди основных слабостей кредитного профиля Мираторга мы обращаем внимание на сложность юридической структуры группы (в т.ч. отсутствие единой холдинговой компании), недостаточную финансовую прозрачность (отсутствие аудированной консолидированной отчетности, неполное отражение результатов деятельности Группы в отчетности поручителей по РСБУ), а также умеренно-высокий уровень долговой нагрузки. Учитывая, что компания реализует достаточно агрессивную инвестиционную политику (грандиозные планы по строительству новых свинокомплексов), снижение долговой нагрузки в среднесрочной перспективе маловероятно. Напротив, скорее всего, в 2007 г. мы увидим рост долговой нагрузки Мираторга.

Среди позитивных факторов кредитного профиля можно выделить приоритетность отрасли для государства и ее активную поддержку («национальный проект», субсидирование процентных ставок, активное гос.кредитование), достаточно заметные рыночные позиции Мираторга, а также высокие темпы роста. В 2006 г. компания увеличила выручку на 58%, при этом благодаря увеличению доли высококорентабельной продукции рост операционной прибыли составил 85%. Некоторые компании группы готовят отчетность по МСФО, что также добавляет определенный «кредитный комфорт».

В настоящее время на рынке облигаций достаточно неплохо представлены российские мясные компании – Черкизово (8.99%), ГК Евросервис (12.33%), ГК Митлэнд (12.90%), ГК Рубеж (12.33%). По профилю наиболее близкими к группе Мираторг мы считаем ГК Рубеж и мясное подразделение ГК Евросервис. Справедливая доходность по облигациям Мираторг, на наш взгляд, составляет около 12.0-12.5%.

Ключевые финансовые показатели компаний Мираторг, Рубеж и Евросервис за 2006 г. (консолидированная управленческая отчетность)

млн. руб.	ГК Мираторг	ГК Рубеж	ГК Евросервис (мясное подразделение)
Выручка	14 755	16 455	5 232
ЕБИТ	966	1 135	630
Долг	3 067	4 087	2 290
Ключевые показатели			
ЕБИТ margin	6.5%	6.9%	12.0%
Долг/ ЕБИТ (x)	3.2	3.6	3.6
Equity Ratio	12.6%	42.2%	10.3%

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный
департамент
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления 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 и кредитного риска

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

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.