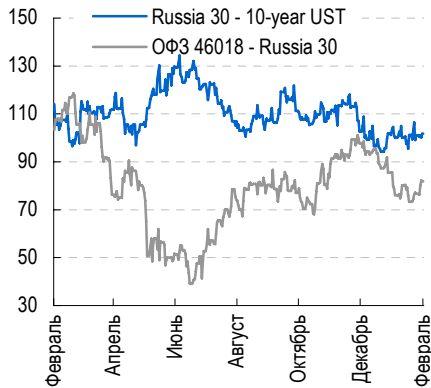
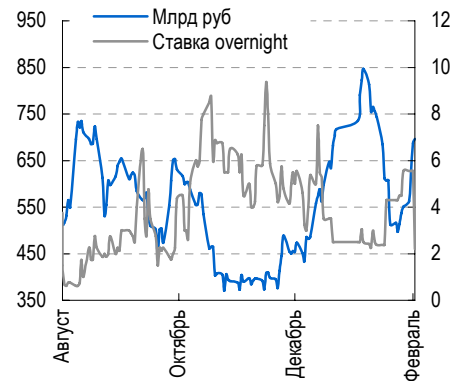


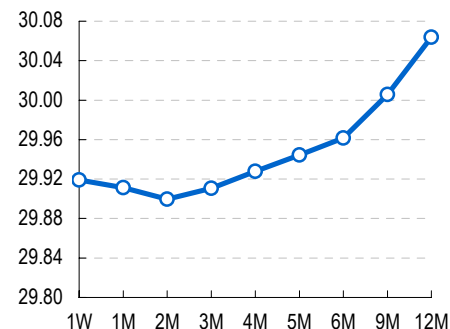
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



### NDF по корзине 0.6 доллар + 0.4 евро (в рублях)



### Календарь событий

13 фев	Публикация торгового баланса США
14 фев	Отчет главы ФРС
Февраль	Размещение рублевых еврообл. НФК
Февраль	Размещение рублевых еврообл. Урса-бат
Февраль	Размещение руб.обл. Белон-2
Февраль	Размещение еврообл. Альфа-банк, Банк Союз, ВБД, ХКФ Банк
27 мар	Размещение руб.обл. Магnezит-0

### Рынок еврооблигаций

- Успех аукциона **30-летних UST** компенсировал эффект от публикации данных по запасам. Новости первичного рынка: **УкрСоцБанк** и **Транснефть** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Успех **АИЖК** затмил собой другие сегменты рынка. Мы полагаем, что после некоторой паузы ралли в облигациях АИЖК может продолжиться. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- СУЭК (NR)** и **Газпром (A3/BVV/BVV-)** объявили о намерении создать совместную компанию на основе имеющихся у них угольных и энергетических активов. Планируется, что сделка будет согласована и завершена в I полугодии 2007 года. Несмотря на то, что формально ОАО «СУЭК» потеряет контроль над денежными потоками своих компаний и из угольной корпорации превратится скорее в инвестиционный холдинг/управляющую компанию, для кредиторов СУЭКа, в т.ч. держателей **CLN SUEK 2008**, новость скорее позитивна (стр. 4).
- Наблюдательный Совет АК АЛРОСА (Ba2/BV-)** утвердил целевые параметры долгосрочного финансового плана компании на 2006-2015 гг. В соответствии с планом, в ближайшие 10 лет средняя рентабельность АЛРОСА будет выше, чем в 2005-2006 гг., а инвестиции будут профинансированы за счет собственного операционного денежного потока. Мы предполагаем, что в будущем инвестиционные планы АЛРОСА могут быть скорректированы вверх (стр. 4).
- Вкратце:** Вчера ЦБ укрепил номинальный курс рубля к бивалютной корзине примерно на 10 коп. (0.3%), а затем **объявил об изменении весов USD и EUR в составе корзины** до 0.55 и 0.45, соответственно. Насколько мы понимаем, изменения в бивалютной корзине сделаны для сглаживания колебаний реального эффективного курса рубля (рассчитывается против другой корзины валют, где высока доля евро). Для рынка рублевых облигаций увеличение доли евро в бивалютной корзине – позитивное событие, т.к. оно приведет к снижению стоимости хеджированного фондирования для нерезидентов (примерно на 10bp) и, как следствие, увеличению притока капитала. Что же касается укрепления рубля, то, по нашему мнению, вчерашнее движение не повлияло на ожидания инвесторов в отношении дальнейших перспектив его укрепления.
- Вкратце:** **УРСА Банк (B1/NR/B)** проинформировал инвесторов о нарушении ковенанты выпуска еврооблигаций SABPRU 08, т.к. после слияния САБа с УВТБ доля ЕБРР опустилась ниже 25%. На наш взгляд, инвесторы не воспользуются правом досрочного погашения, т.к. выпуск торгуется выше номинала (102.0). В обращении осталось лишь USD63 млн. облигаций этого выпуска.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.73	-0.02	+0.04	+0.03
EMBI+ Spread, бп	172	+2	-5	+3
EMBI+ Russia Spread, бп	102	+2	-4	+6
Russia 30 Yield, %	5.75	0	+0.02	+0.10
ОФЗ 46018 Yield, %	6.57	0	+0.04	+0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	368.3	-33.5	-259.2	-297.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	296.8	+2.3	+133.5	+182.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	45.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.92	-0.43	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.97	-0.09	+0.30	+0.29
Нефть (брент), USD/барр.	59.0	+1.8	+3.8	-1.7
Индекс РТС	1879	-39	+80	-31

## Рынок еврооблигаций

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

Достаточно сильная статистика по запасам готовой продукции в США вчера подтолкнула доходности вверх. Однако, прошедший затем аукцион по размещению **30-летних UST**, где спрос почти в 2.5 раза превысил предложение, а котировки сложились выше уровней вторичного рынка, вернул доходности на исходные позиции. По итогам дня доходность **UST10** осталась на уровне 4.73%.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 172бп (+2бп). «Хуже рынка» вели себя облигации Аргентины. В этой стране продолжает нарастать скандал вокруг возможных манипуляций правительства макроэкономической статистикой. В итоге котировки выпуска **Argentina 34** (YTM 7.20%) вчера снизились примерно на 1пп.

Российский сегмент вчера не отличался высокой активностью. К завершению торгов котировки **Russia 30** (YTM 5.75%) остались на том же уровне, что и на момент открытия (112 5/8). Спрэд к UST колеблется около 100бп. В корпоративном секторе сделок немного. Поздно вечером примерно на ¼ выросли котировки **CLN SUEK 08** (YTM 7.50%). На наш взгляд, котировки этого выпуска сохраняют потенциал роста (см. наши комментарии по сделке СУЭКа с Газпромом на стр.3). Сохраняется волатильность в облигациях **Нурбанка** (Ва3/В) на фоне отсутствия новостей о развитии ситуации с возбуждением уголовного дела в отношении бывших топ-менеджеров. Выпуск **NURBAN 11** (YTM 9.77%) вчера подрос с 98.0 до 98 7/8.

На первичном рынке завершилось размещение 3-летних еврооблигаций **УкрСоцБанка** (Ва3/В/В-). Похоже, что спрос был довольно высоким – банк разместил USD400 млн. (изначально планировалось USD250 млн.) по нижней границе озвученного диапазона (8.00%-8.25%). На самом деле, доходность выглядит достаточно привлекательной, учитывая, что УкрСоцБанк был недавно приобретен банковской группой **Intesa** (Аа3/АА-/АА-). Наконец-то решилась размещать еврооблигации нефтетранспортная монополия **Транснефть** (А2/BBB+). Компания объявила о намерении разместить 7-летний выпуск, объем пока неизвестен. На рынке чувствуется дефицит качественного корпоративного риска. Учитывая мощь кредитного профиля Транснефти, ее дебют, на наш взгляд, вызовет колоссальный интерес.

Сегодня нас, вероятно, ждет достаточно спокойный день, так как в США не запланировано публикации какой-либо экономической статистики.

## Рынок рублевых облигаций

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

Наблюдая возрастающий ажиотаж вокруг облигаций АИЖК, мы рассчитывали на успех аукциона по размещению 9-го выпуска этого эмитента. Но результаты превзошли наши ожидания – вчерашнее размещение прошло значительно ниже коридора, обозначенного организаторами в качестве ориентира, в результате чего весь длинный конец кривой доходности АИЖК опустился вниз на 10-15бп. Купон по **АИЖК-9** был установлен на уровне 7.49% (YTM 7.70%), что соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 125бп. Спрос на выпуск превысил предложение более чем в 2 раза. Сразу после завершения аукциона буквально взлетели котировки остальных выпусков АИЖК – **АИЖК-7** (+63бп; YTM 7.71%), **АИЖК-8** (+53бп; YTM 7.69%), а средний спрэд по всем бумагам сократился со 135-140бп до 120-130бп. Мы полагаем, что катализатором ралли в облигациях АИЖК стало активное маркетинговое взаимодействие эмитента иностранным инвесторам. Мы считаем, что после некоторой паузы сужение спрэдов облигаций АИЖК к кривой ОФЗ может продолжиться.

Торговая активность в сегменте ОФЗ вчера немного выросла, но котировки большинства выпусков остались на прежнем уровне. Отметим лишь движения в **ОФЗ 46020** (+15бп; YTM 6.82%) и **ОФЗ 46002** (+25бп; YTM 6.20%).

В первом эшелоне котировки большинства выпусков продолжают плавно ползти вверх – вчера они выросли в среднем на 5-10бп. Обращает на себя внимание рост «позабытого» в последние выпуски **Газпром-6** (+30бп; YTM 6.78%). Наконец-то его спрэд к немного более длинному **Газпрому-4** (YTM 6.82%) стал положительным. «Хуже рынка» выглядел выпуск **Москва-44** (-10бп; YTM 6.69%). Вероятно, кто-то решил зафиксировать прибыль в этих облигациях после роста их котировок.

Бурные события вокруг облигаций АИЖК привели к снижению активности во втором-третьем эшелонах. Отметим, наверное, лишь покупки в выпусках **Интегра-1** (+156п; УТМ 10.71%) и **Казань-3** (+206п; УТМ 8.02%). Интерес к облигациям Интегры мы связываем с позитивным новостным фоном вокруг компании. Мы считаем, что уровень доходности этих облигаций уже отражает факт проведения IPO и не видим потенциала сужения спреда в этом выпуске. В случае неудачи с IPO, спреды **Интегра-1** могут значительно расшириться.

Ситуация с рублевой ликвидностью пока остается достаточно благоприятной. Вместе с тем, мы не рекомендуем инвесторам удлинять дюрацию портфелей (а скорее сокращать ее), т.к. ожидаем ухудшения конъюнктуры денежного рынка и роста ставок МБК, начиная с середины февраля.

## **СУЭК (NR) вносит активы в совместное предприятие с Газпром (А3/ВВВ/ВВВ-)**

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

СУЭК и Газпром вчера объявили о намерении создать совместное предприятие на основе имеющихся у них угольных и энергетических активов. Планируется, что сделка будет согласована и завершена в I полугодии 2007 года. Доли участников в совместной компании будут распределены следующим образом: ОАО «Газпром» – 50% плюс 1 акция, ОАО «СУЭК» – 50% минус одна акция. Как сообщают Ведомости, СУЭК внесет в СП все свои основные активы, тогда как Газпром ограничится внесением пакета акций РАО ЕЭС, а управлять созданной компанией будет команда СУЭКа.

На наш взгляд, эта сделка не окажет существенного влияния на кредитный профиль Газпрома. Для кредиторов СУЭКа, в первую очередь, держателей CLN SUEK 2008, новость скорее позитивна. Несмотря на то, что формально ОАО «СУЭК» потеряет контроль над денежными потоками своих операционных компаний и из угольной корпорации превратится скорее в инвестиционный холдинг/управляющую компанию, за счет синергетического эффекта от сотрудничества с Газпром «качество» принадлежащих ей активов возрастет, а политические риски – снизятся. Негативный эффект от трансформации СУЭКа в инвестиционный холдинг также компенсируется наличием поручительств по выпуску CLN от 3-х операционных компаний группы. Мы пока не знаем, как будет структурирована сделка.

Учитывая, что для держателей нот сделка скорее позитивна, а выпуск торгуется выше номинала, мы полагаем, что СУЭКу удастся избежать каких-либо проблем с ковенантами. В настоящее время спред CLN **SUEK 2008 (УТМ 7.50%)** к кривой доходности еврооблигаций Газпрома составляет около 1756п. Мы ожидаем сужения спреда до 125-1306п и роста котировок CLN до 102.50 (вчера 101.75).

## **АЛРОСА (Ва2/ВВ-) одобрила долгосрочный финансовый план**

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

АЛРОСА вчера распространила пресс-релиз, в котором проинформировала инвесторов о том, что на своем заседании 7 февраля Наблюдательный Совет компании назначил нового президента АК АЛРОСА (как и ожидалось, им стал Сергей Выборнов), а также утвердил целевые параметры долгосрочного финансового плана компании на 2006-2015 гг.

В соответствии с планом, среднегодовая выручка компании за этот период составит USD3.24 млрд. При этом АЛРОСА ожидает роста показателей рентабельности (см. строку «Рентабельность по доналоговой прибыли в табл.). На наш взгляд, это реалистичная предпосылка, т.к., начиная с 2007 г., АЛРОСА перестает платить Якутии royalty, т.е. около USD300 млн. в год, за аренду имущества Якуталмаза. Однако очевидно, что точно спрогнозировать рентабельность АК АЛРОСА на таком продолжительном временном горизонте

достаточно сложно – ценовая конъюнктура рынка алмазов изменчива. В любом случае, на рентабельность компании-экспортера будет оказываться давление в связи с реальным укреплением рубля.

АЛРОСА прогнозирует, что в течение 2006-2015 гг. объем инвестиций будет с запасом профинансирован из собственного операционного денежного потока. Временный отрицательный разрыв между операционным потоком и инвестициями в объеме USD370 млн. возникнет лишь в первой «пяtilетке» (2006-2010 гг.), а после 2010 г. компания планирует выйти на положительный денежный поток.

На наш взгляд, инвестиционные планы АЛРОСА могут быть скорректированы в сторону увеличения, т.к. после получения федеральным правительством контроля над компанией, АЛРОСА может быть использована как платформа для увеличения присутствия государства в горно-металлургическом секторе. В связи с этим в среднесрочной перспективе мы скорее ожидаем роста долговой нагрузки компании. Если же АЛРОСА ограничит свои инвестиционные аппетиты цифрами, обозначенными в долгосрочном плане, то ее долговая нагрузка в ближайшие годы будет иметь тенденцию к снижению. По состоянию на середину 2006 г., показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил 2.2х. По нашим оценкам, к концу 2006 г. он опустился до 1.8-2.0х.

Мы не рассчитываем, что новости о долгосрочном финансовом плане приведут к какому-либо существенному изменению котировок еврооблигаций АК АЛРОСА. Короткий выпуск **ALROSA 2008** (YTM 5.89%) практически потерял ликвидность. Выпуск **ALROSA 2014** (YTM 6.42%) в принципе может чуть сузить спред к близкому по дюрации **Gazprom 2013** (YTM 6.02%) на ожидаемых новостях о завершении многоэтапной сделки по доведению доли федерального правительства в АК АЛРОСА до контрольной. Напомним, что ключевой этап этой сделки – заключение соглашения с Республикой Саха (Якутия) и одобрение Высшим арбитражным судом передачи имущества Якуталмаза в федеральную собственность – был пройден в конце 2006 г.

#### Ключевые финансовые показатели АК АЛРОСА, МСФО

Млн. USD	2002	2003	2004	2005	6 мес. 2006	Целевой показатель на 2006-2015 гг. (сумма за 10 лет)
Выручка	1,885	1,956	2,706	3,420	1,513	32,400
ЕБИТДА	384	473	965	1,173	472	
Доходная прибыль	226	273	691	782	353	8,580
Собственный капитал	2,208	2,440	3,041	3,049	3,355	
Долг	1,215	1,257	1,493	1,762	2,295	
Чистый долг	1,121	1,148	1,426	1,548	2,082	
Капвложения	521	389	530	539	340	7,000
Свободный денежный поток	(310)	(144)	(119)	106	(472)	1,790
<b>Показатели</b>						
Маржа по доходной прибыли	12%	14%	26%	23%	23%	26.4%
ЕБИТДА margin	20.4%	24.2%	35.7%	34.3%	31.2%	
ЕБИТДА/проценты, х	2.2	3.1	5.8	7.1	4.5	
Долг/ЕБИТДА	3.2	2.7	1.5	1.5	2.4	
Чистый долг/ЕБИТДА	2.9	2.4	1.5	1.3	2.2	
Долг/Собственный капитал, х	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	

Источник: данные компании, оценки 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

#### Управляющий департамента аналитики

##### Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

#### Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

#### Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

#### Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

#### Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

#### Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

#### Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

#### Электроэнергетика

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@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.

© 2006, 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, опубликовывать, 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.