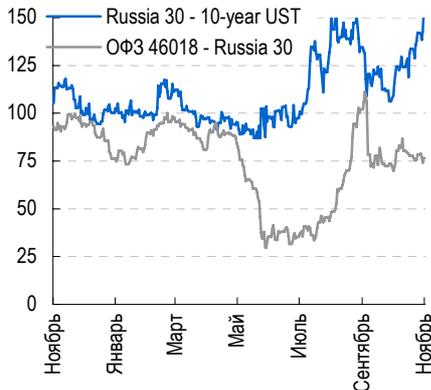
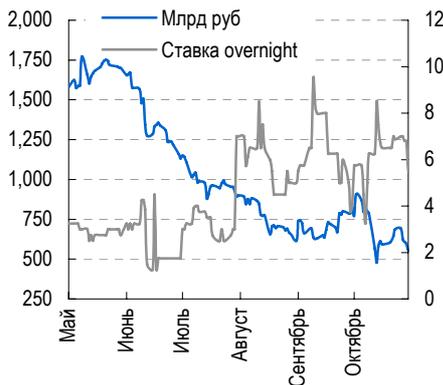


пятница, 16 ноября 2007 г.

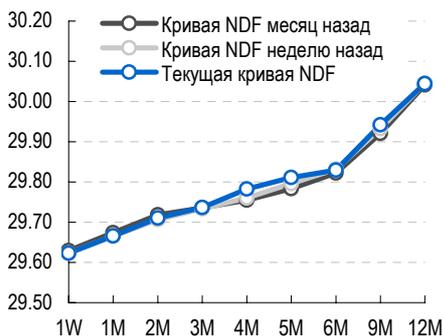
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
19 ноя	Индекс рынка недвижимости НАНВ
20 ноя	Данные по строительству жилья в США
20 ноя	Стенограмма заседания ФРС
20 ноя	Налоговые выплаты: НДС
20 ноя	Размещение руб. обл. Электросталь-1
20 ноя	Размещение руб. обл. РусМедиаГруп-1
20 ноя	Размещение руб. обл. КалужскОбл-3

### Рынок еврооблигаций

- Бегство к качеству усиливается, на рынках вновь панические настроения. Российский спрэд превысил 150бп.
- Новые размещения: Киев, Ritzio, Эстар (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ВТБ-Лизинг: с Ломбардным списком могут быть проблемы. (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Комментарии к результатам нефтехимических компаний за 9 мес. 2007 г. по РСБУ: НКХ (B1/NR/B+), КОС (NR/B-/B) и КуйбышевАзот (NR) (стр. 3).
- «Дочки» Связьинвеста вновь увлекаются капвложениями. (стр. 4).
- КрасЭйр (NR) имеет просроченную задолженность перед поставщиками и банками (Источник: Ведомости). Наш комментарий на стр. 5.
- Вкратце: АВТОВАЗ (NR) продемонстрировал снижение выручки и рентабельности по РСБУ за 9 мес. 2007 г. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года? выручка снизилась на 2%, а рентабельность продаж опустилась с 9.1% до 7.4%. Мы ожидаем дальнейшего снижения рентабельности АВТОВАЗа, т.к. из-за высокого конкурентного давления компания имеет очень ограниченные возможности повышения цен на свою продукцию. В то же время мы отмечаем, что компания сохраняет консервативный уровень долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA < 0.5x). Мы не ожидаем реакции на отчетность в коротких облигациях АВТОВАЗа.
- Вкратце: Синергия (NR) успешно завершила IPO. По итогам сделки в капитал компании попадет около 180 млн. долл. (Источник: Ведомости). Мы полагаем, что это хороший повод обратить внимание на облигации Синергия-1 (13.75% к оферте в апреле 2008 г.).
- Вкратце: Merrill Lynch приобрел около 10% акций банковского холдинга ТРАСТ (B1). Насколько мы понимаем, для ML это финансовая, а не стратегическая инвестиция. НБ ТРАСТ и ИБ ТРАСТ не получают нового капитала в результате этой транзакции (кто-то из «старых» акционеров выходит из капитала). Поэтому кредитный эффект от сделки, на наш взгляд, минимален. Котировки еврооблигаций TIBRU 09 и NBTRU 10 вчера чуть подросли.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.14	-0.11	-0.51	-0.56
EMBI+ Spread, бп	227	+8	+45	+58
EMBI+ Russia Spread, бп	148	+3	+38	+52
Russia 30 Yield, %	5.67	-0.01	-0.07	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	+0.01	-0.01	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	435.3	-42.0	-64.0	-230.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	116.7	-2.5	-209.6	+2.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-6.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.79	+0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	-0.01	0	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	90.2	-1.2	+6.0	+29.5
Индекс РТС	2218	-26	+58	+308

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

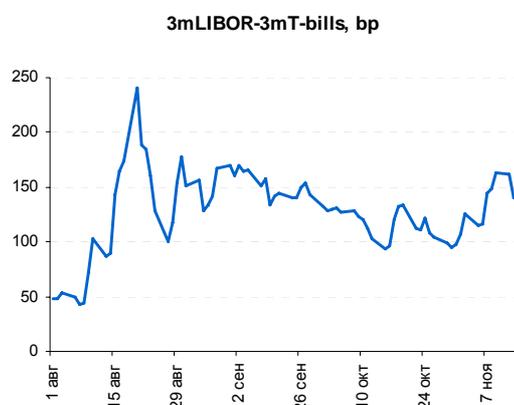
## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

У участников рынка явно сдают нервы: однодневный долларový LIBOR вчера подскочил на 19бп до 4.96%, а ФРС пришлось снова прибегнуть к вливаниям ликвидности, задействовав более USD47 млрд. Среди возможных причин – отчет **Barclays** о списании ипотечных активов (объем которых, кстати, оказался куда меньше ожиданий), падение на рынках акций и заявление главы Канзасского отделения ФРС о вероятном снижении ставки.

Интересно, что экономическая статистика, опубликованная вчера, оказалась не самой худшей: **CPI** оказался в пределах ожиданий, а производственные индексы **Empire Manufacturing** и **Philadelphia Fed** – даже выше. Однако несмотря на это, «бегство к качеству» приобрело невероятный размах: доходность 10-летних UST упала на 11 бп до 4.14% (обновив минимум), а 2-летних UST – на 18 бп до 3.32%. Спрэд между 3-месячными LIBOR и UST снова приблизился к отметке в 160 бп, в очередной раз напомнив о царящих на рынке опасениях по поводу устойчивости финансовых институтов:



В сегменте **Emerging Markets** продолжают продажи. Сильнее всего пострадали волатильные облигации **Венесуэлы** и **Аргентины**. Спрэд **EMBI+** прибавил 8 бп и составил 227бп. Российский бенчмарк снова проявляет инертность к внешним данным: котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) колеблются около отметки 112 3/4 пп, но спрэд широк – вчера к моменту закрытия российских рынков он составлял около 145 бп, но сегодня с утра из-за ралли в **UST** уже превысил отметку в 150 бп. В корпоративном сегменте преобладали продажи. Исключение составили выпуски **NBTRU 10** и **TIBRU 09** (около 12.5-13%), которые подросли на новостях о сделке по продаже акций российской группы ТРАСТ банку **Merrill Lynch** (см. стр. 1), а также и некоторая поддержка в выпусках казахстанского **АТФБанка**. Мы полагаем, что последнее связано с завершением сделки по продаже банка итальянской **Unicredit**.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стали известны ориентиры по купону нового 5-летнего выпуска евробондов г. **Киева** (B1/BВ-). Купон составит порядка 8%. Близкий по дюрации выпуск **CITKIEV 11** торгуется сейчас с доходностью 7.41% (до объявления о новом размещении доходность составляла менее 7%). Однако его вряд ли разумно использовать в качестве ориентира в связи с низкой ликвидностью. Спрэд нового выпуска к куда более ликвидному **CITKIEV 15** (YTM 8.14%) составляет всего 14 бп., что, на наш взгляд, вполне справедливо, особенно учитывая неблагоприятную конъюнктуру.

**BondRadar** сообщает о закрытии сделки по размещению годового **CLN Ritzio** (B2/B) объемом USD165 млн. Выпуск имеет купон 12.5% и непростую амортизационную структуру: по 7.5% погашаются ежемесячно в течение первых 10 месяцев, а затем – по 5% еще два месяца. Вероятно, бумаги были размещены среди небольшого круга инвесторов.

Металлургическая группа **Эстар** (NR) также может вскоре разместить выпуск **CLN** (Источник: **BondRadar**). В рублевом периметре группа представлена выпуском облигаций метзавода им. Кузьмина.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки рублевых облигаций продолжают медленно снижаться на фоне невысокой активности торгов. Цены госбумаг упали в среднем на 5-10бп. В корпоративном сегменте мы отметили продажи в коротких облигациях **ВТБ – ВТБ 24-1** (УТР 7.96%), **ВТБ-5** (УТР 7.74%), **ВТБ-4** (УТМ 7.78%). Вероятно, инвесторы «перекладывались» в новый **ВТБ-Лизинг-1**. Размещение этого выпуска прошло в рамках ожиданий организаторов – доходность к годовой оферте сложилась на уровне 8.30% (купон – 8.20%).

Насколько мы понимаем, большинство инвесторов (в т.ч. участников размещения) исходили и исходят из того, что облигации ВТБ-Лизинга попадут в Ломбардный список, равно как и остальные выпуски группы ВТБ. **На наш взгляд, с этим могут быть проблемы.** В нашем вчерашнем «Утреннем комментарии» при анализе привлекательности облигаций ВТБ-Лизинга, мы, к сожалению, не учли один важный факт. Эмиссия осуществляется на SPV (ВТБ-Лизинг Финанс), у которого нет кредитного рейтинга. Согласно критериям Ломбардного списка (Указание 1468 ЦБ РФ), в этот список могут быть добавлены облигации эмитентов с кредитным рейтингом не ниже определенного уровня. Схема с поручительством от сильного заемщика предусмотрена Центробанком лишь для федерального правительства и субъектов Российской Федерации. Поэтому, по формальным признакам, облигации ВТБ-Лизинг Финанс не смогут попасть в Ломбардный список до тех пор, пока ВТБ-Лизинг и/или организаторы займа не позаботятся о получении рейтинга эмитентом облигаций. В принципе, это вполне реально. Вопрос в том, будет ли это сделано.

Ноябрьские налоговые выплаты начинают «давить» на рублевую ликвидность. Вчера сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ уменьшилась на 44.5 млрд. до 552 млрд. руб. На этом фоне немного подросли ставки денежного рынка; примерно на 17 млрд. увеличился и объем прямого репо с ЦБ. Сегодняшнее сальдо составляет всего лишь минус 6.2 млрд. рублей. По оценкам наших валютных дилеров, Банк России вчера купил около 200-250 млн. долл. По всей видимости, еще около 60 млрд. руб. банки переводят с депозитов на корсчета.

Предстоящая неделя будет непростой. Во-первых, нас ждет первый «крупнокалиберный» налог (НДС). Во-вторых, Минфин хочет провести доразмещение **ОФЗ 46021** на 6 млрд. рублей. Но главное – **Газпромбанк** намерен 22 ноября разместить облигации на 20 млрд. Чтобы ситуация на долговом рынке осталась стабильной, нам жизненно необходим приток ликвидности. В этом смысле все сильнее хочется увидеть обещанные бюджетные деньги.

## Результаты нефтехимических компаний по РСБУ за 9 мес. 2007 г.

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

Крупнейшие российские нефтехимические компании – Казаньоргсинтез (B1/NR/B+), НКХ (NR/B-/B) и КуйбышевАзот (NR) – представили свои результаты за 9 месяцев 2007 по РСБУ. Эта отчетность вполне репрезентативна для целей кредитного анализа, т.к. у этих компаний нет значимых «дочек», и основные активы, обязательства и денежные потоки сконцентрированы непосредственно на них самих.

Благоприятная рыночная конъюнктура, в частности, рост спроса на продукты нефтепереработки (ПВХ, полиэтилен, полиамид), способствовали тому, что все рассматриваемые компании заметно увеличили выручку.

Заметный прогресс в части укрепления кредитного профиля демонстрирует КуйбышевАзот. Компания сумела существенно повысить эффективность деятельности, увеличив производство высокомаржинальной продукции (полиамида и капролактама). Показатель EBITDA margin по итогам отчетного периода достиг 20.7% по сравнению с 9.6% в 2006 г. Объем долга с начала года увеличился незначительно, и в условиях динамичного роста операционной прибыли долговая нагрузка компании в терминах «Долг/EBITDA годовая» снизилась до 1.7x с 4.3x в 2006 г.

Результаты НКНХ в целом нейтральны – показатели рентабельности и долговой нагрузки изменились незначительно. Напомним, что риском для кредиторов НКНХ является амбициозная инвестиционная программа (около 5 млрд. долл.), в отношении которой сохраняется неопределенность. Кроме того, туманной остается судьба допэмиссии акций на USD1 млрд., одобренной акционерами, но отклоненной регулятором. Насколько мы понимаем, от идеи допэмиссии акционеры еще не отказались, а реализация крупной инвестпрограммы начнется не ранее 2008 г.

Что касается Казаньоргсинтеза, то нас беспокоит рост долговой нагрузки компании. Казаньоргсинтез реализует масштабную инвестиционную программу, финансируя ее преимущественно из заемных средств. Увеличение долга не компенсируется сопоставимым ростом операционной прибыли, в результате чего долговая нагрузка компании в терминах «Долг/EBITDA» возросла до 4.1x против 2.6x в 2006 г. Обращаем внимание, что долговая нагрузка КОСа вплотную подошла к критической отметке, предусмотренной условиями выпуска еврооблигаций (4.0x для соотношения «Долг/EBITDA» по МСФО; нестрогая ковенанта; просто после превышения этого уровня компании запрещается привлекать новые займы). Кроме того, неясной остается ситуация с поставками этанола от группы Газпром. Конфликт вроде бы был улажен весной, и на рынке даже заговорили о возможном поглощении КОСа Газпромом (по модели САНОСа). Однако, недавно появились сообщения об изменениях в схеме взаимоотношений Газпрома и КОСа, которые теоретически могут спровоцировать новый виток конфликта.

Мы полагаем, что облигации НКНХ и КуйбышевАзота не отреагируют на результаты отчетности, а вот в выпуске еврооблигаций KZOSRU 11 (9.35%) может начаться опережающее расширение спрэдов.

#### Ключевые финансовые показатели КОСа, НКНХ, КуйбышевАзота, РСБУ

Млн. руб.	Казаньоргсинтез			НКНХ			КуйбышевАзот		
	2006 г.	1П2007 г.	9 м. 2007 г.	2006 г.	1П2007 г.	9 м. 2007 г.	2006 г.	1П2007 г.	9 м. 2007 г.
Выручка	15 518	10 379	15 291	47 527	28 824	42 222	12 730	8 408	12 326
EBITDA	4 328	2 842	3 612	7 195	4 865	6 461	1 223	1 866	2 548
Чистая прибыль	2 209	1 797	2 259	3 324	2 378	3 041	587	1 027	1 363
Финансовый долг	11 401	16 405	19 691	12 362	11 789	11 652	5 241	5 452	5 747
Собственный капитал	11 120	12 297	12 757	25 141	26 522	27 184	5 750	6 537	6 870
<b>Ключевые показатели</b>									
Рентабельность EBITDA	27.6%	27.4%	23.6%	15.1%	16.9%	15.3%	9.6%	22.2%	20.7%
Долг/EBITDA	2.6	2.9	4.1	1.7	1.2	1.3	4.3	1.5	1.7
Долг/Собственный капитал	1.0	1.3	1.5	0.5	0.4	0.4	0.9	0.9	0.8

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

## «Дочки» Связьинвеста вновь увлекаются капвложениями

Аналитики: Михаил Галкин, e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

Газета Ведомости пишет сегодня, что «дочки» Связьинвеста пересматривают бюджеты капвложений на 2008-2012 гг. в сторону увеличения. Эта информация сразу же навеивает воспоминания о 2003-2005 гг., когда многие МРК резко увеличили долговую нагрузку в результате интенсивных капвложений. На наш взгляд, повторения той истории опасаться не стоит.

На самом деле, 26 сентября мы уже писали об этом, когда комментировали сообщения о рекордной программе развития Связьинвеста, предполагающей инвестирование около 2 млрд. долл. в год (суммарно по 7-ми МРК) в 2008-2012 гг. Несмотря на то, что цифра в USD2 млрд. может выглядеть несколько

«шокирующей» на первый взгляд, на самом деле это не такие уж и большие деньги для телекомов Связьинвеста. По нашим оценкам, совокупный показатель EBITDA по 7-ми региональным телекомам группы уже в 2007 г. составит более USD2.5 млрд. и продолжит рост в последующие годы, т.е. такие инвестиции МРК смогут в значительной степени профинансировать за счет собственного операционного денежного потока. Возможно, некоторым из телекомов придется увеличить объем заимствований, но на фоне растущей операционной прибыли ключевые показатели покрытия долга вряд ли ухудшатся.

Мы нейтрально относимся к большинству выпусков облигаций операторов фиксированной связи, отдавая небольшое предпочтение выпускам ЮТК (8.7%).

Ключевые показатели МРК				
Название МРК	Средний уровень	OIBDA 1П2007, млн. руб.	Долг/ OIBDA annualized (x)	Рейтинг S&P/ Fitch
	Цифровизации по итогу 2006 г.*			
ВолгаТелеком	68%	5 472	1.2	BB-/ -
Северо-Западный Телеком	57%	4 638	1.1	BB-/ B+
Уралсвязьинформ	74%	6 389	2.0	BB-/ B+
Южная телекоммуникационная компания	65%	3 536	3.0	B-/ -
Дальсвязь	69%	2 183**	1.4	-/ B
Сибирьтелеком	66%	5 098**	1.5	-/ B+
ЦентрТелеком	53%	5 797	1.7	B+/ B
Итого:	63%	<b>33 113</b>		

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банк; \* источник: Fitch; \*\* согласно отчетности по РСБУ

## КрасЭйр имеет просроченную задолженность перед банками и контрагентами

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

Ведомости сегодня сообщают о том, что КрасЭйр имеет просроченную задолженность перед поставщиками и банками. Не самая позитивная информация, особенно в преддверии размещения нового займа компании.

Мы всегда достаточно пессимистично оценивали кредитный профиль всех российских авиаперевозчиков (во всем мире этот сектор – один из самых слабых) и продолжаем придерживаться этой точки зрения. Высокая конкуренция, низкая рентабельность, огромные потребности в обновлении авиапарка и высокая долговая нагрузка – вот общие проблемы российских авиакомпаний.

В случае с КрасЭйр мы отмечаем определенный прогресс в финансовых результатах, в т.ч. рост рентабельности и улучшение показателей покрытия долга (см. табл. со свежими данными за 3-й квартал). Однако, с учетом гигантских забалансовых обязательств по лизингу долговая нагрузка компании все же очень высока.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Авиакомпания «Красноярские авиалинии», РСБУ			
Млн. руб.	2006	6М 2007	9М 2007
Выручка	13 398	6 028	10 715
EBITDA	452	482	1 210
Чистая прибыль	20	(214)	10
Долг	6 923	6 046	6 523
Арендованные основные средства (лизинг)	9 840	12 089	12 683
Собственный капитал	405	425	648
Активы	15 240	15 811	13 321
<b>Ключевые показатели</b>			
EBITDA margin (%)	3.4%	8%	11%
Долг/ EBITDA annualized (x)	15.3%	6.3	4
Долг/Собственный капитал (x)	17.1%	14.2	10.1
EBITDA/процентные платежи (x)	0.5	1.2	2.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Нам достаточно сложно оценить кредитные перспективы КрасЭйр в связи с формированием вокруг этой компании более крупного альянса ЭйрЮнион. Очевидно, что какой-то синергетический эффект от объединения будет иметь место. Кроме того, определенную кредитную поддержку компании могут оказать выделение и продажа аэропортов (регулятор запрещает совмещать этот бизнес с авиаперевозками).

Насколько мы понимаем, у ключевых акционеров КрасЭйр уровень долговой нагрузки также высок – они недавно приобрели (за счет долга) венгерскую авиакомпанию Malev. На вчерашней презентации нового облигационного займа компании мы не присутствовали, поэтому не смогли прояснить этот вопрос.

Оставшийся в обращении 1-й выпуск ЭйрЮнион (КрасЭйр) торгуется на уровне 14%. Мы предполагаем, что к своему «рыночному», т.е. облигационному долгу компания относится более ответственно, чем к прочим обязательствам. Тем не менее, мы не считаем эти облигации привлекательными для покупки.



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 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.