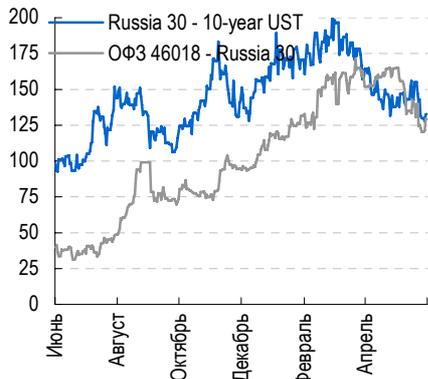
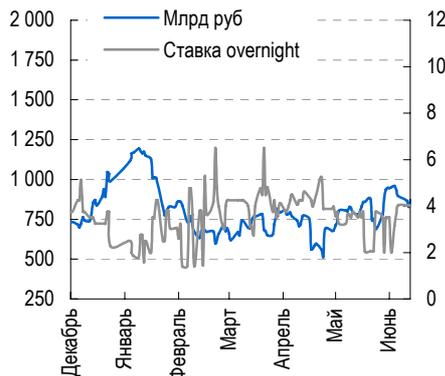


среда, 18 июня 2008 г.

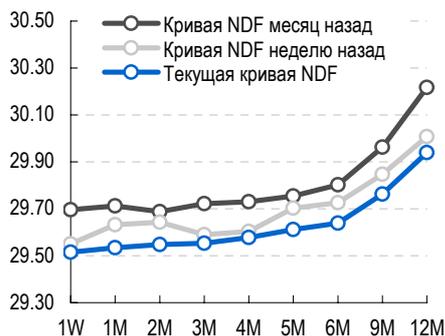
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

18 июн	Размещение руб. обл. Строймонтаж-1
19 июн	Размещение руб. обл. РенКап-3
19 июн	Аукцион по руб. обл. Москва-50
20 июн	Размещение руб. обл. Номос-Банк-9
23 июн	Размещение руб. обл. Промсвязьбанк-6
24 июн	Размещение руб. обл. Кредит Европа-2
24 июн	Размещение руб. обл. МТС-3
24 июн	Размещение руб. обл. Полипласт-1

Рынок еврооблигаций

- Первый «настоящий» дефолт?
- О вчерашних размещениях, вторичном рынке и возможных новых «государственных инвестициях» в облигации (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Доходности **US Treasuries** немного снизились; статистика носит скорее «стагфляционный» характер
- Первичный рынок: **Сбербанк** подтвердил намерение размещаться, **Альфа-банк** сообщил price-talk, а **ВТБ** внезапно объявил о новом выпуске в евро и (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **KD Group (B-)**: комментарий к размещению кредитных нот (стр. 4).
- **Разгуляй (NR)**: хорошие результаты за 2007 г. по МСФО и планы новой допэмиссии акций (стр. 5).
- **ЛенСпецСМУ (B/Позитивный)**: нейтральные итоги за 2007 г. по МСФО (стр. 6).
- **Moody's изменило прогноз рейтинга Gallery Group (Caa1/B-) с «Позитивного» на «Стабильный»**. Moody's объясняет свое решение переоценкой прогнозов финансовых результатов оператора наружной рекламы, а также отсрочкой IPO. Напомним, что в конце прошлого года у компании ухудшились отношения с московской администрацией. Затем последовала смена генерального директора, с которой связывались надежды на улучшение ситуации. Однако результаты Gallery по итогам 1-го квартала 2008 г. отразили снижение рентабельности, в первую очередь из-за роста комиссионных и арендных отчислений в местные бюджеты. Ключевыми факторами «комфорта» для держателей еврооблигаций GALCAP 13 является высокая привлекательность активов компании, а также наличие на балансе солидного объема собственного капитала и субординированного долга.
- **Вкратце: X5 (B1/BB-)** на следующей неделе объявит о покупке сети гипермаркетов **Карусель (NR)** (Источник: Коммерсантъ). Спекулятивный потенциал в облигациях Карусели практически исчерпан (10.3% к оферте в сентябре 2008 г.). Тем не менее, мы не исключаем покупок в этой бумаге на новостях о реализации столь активно обсуждавшейся M&A-сделки.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.20	-0.07	+0.35	+0.18
EMBI+ Spread, бп	246	+1	-10	+7
EMBI+ Russia Spread, бп	133	0	-11	-14
Russia 30 Yield, %	5.53	-0.02	+0.31	+0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	+0.06	-0.05	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	688.4	+11.7	+75.0	-200.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	183.1	+33.4	+17.7	+68.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	36.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.71	-0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.51	-0.03	-0.21	-0.13
Нефть (брент), USD/барр.	133.7	-1.0	+8.7	+39.8
Индекс РТС	2399	+33	-80	+108

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

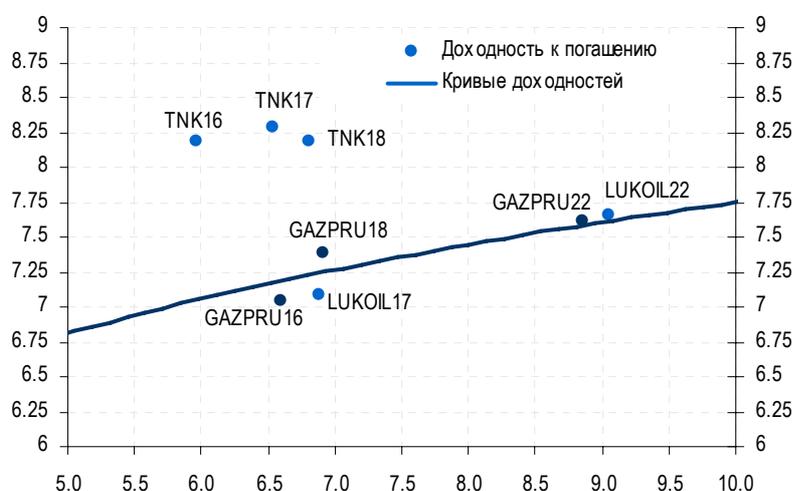
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Похоже, что вчерашние публикации во влиятельных финансовых изданиях действительно помогли скорректировать ожидания инвесторов в отношении долларовых ставок. Так или иначе, но доходности **US Treasuries**, продемонстрировавшие взрывной рост на прошлой неделе, вчера снизились на 7-13бп.

Что же касается вчерашней статистики, то она отразила снижение **промышленного производства**, по-прежнему тяжелую ситуацию на **рынке жилья**, увеличение **дефицита счета текущих операций** и высокий **PPI**.

Вчера **ФРБ Сан-Франциско** опубликовал краткий отчет о текущем состоянии экономики и прогнозах по ее дальнейшему росту. В отчете отмечены ожидания усиления роста **ВВП США** во 2-3 кварталах, причем в основном за счет роста потребительской активности в результате получения населением бюджетных трансфертов. На наш взгляд, роль этих выплат как «спасательного круга» для американской экономики немного преувеличивается.

В сегменте развивающихся рынков день прошел довольно скучно. Котировки бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 5.53%) выросли на 1/8пп, спрэд колеблется у отметки в 130бп. В корпоративном сегменте котировки наиболее ликвидных бумаг **1-го эшелона** выросли на те же 1/8пп. Мы отметили спрос в новых выпусках **НСФБ 11** (по 100.75), **АК BARS 11** (100.5 сегодня утром) и **TRANSC 11** (100.375), а также нейтральные сделки в **TMENRU 18** (YTM 8.18%) и **LUKOIL 22** (YTM 7.65%). Кстати, интересно что **TMENRU 18** торгуется ниже по доходности, чем **TMENRU 17**, а выпуски **ЛУКОЙЛа** фактически легли на кривую **Газпрома!**



Нам в этой ситуации кажется разумным переключаться из **TMENRU 18** в **TMENRU 18**, а также покупать **GAZPRU 18** против **LUKOIL 17**.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ: АЛЬФА, СБЕРБАНК, ВТБ

Сегодня утром появился price-talk по новому выпуску **ALFARU13_11**. Ориентиры по купону составляют 9%-9.25%. Неплохое предложение, ведь **ALFARU 12** сейчас торгуется около 9.0%, а новый выпуск будет короче (к пути) и будет иметь опционную составляющую. Из других новостей первичного рынка: **Сбербанк** подтвердил намерение размещаться, а **ВТБ** объявил о новом выпуске в евро. Ориентир по 3-летним бумагам составляет **mid swaps+300бп**, что предполагает наличие ощутимой премии. Для сравнения, выпуск **ВТБ 16Е** торгуется с доходностью 7.75% к пут-опциону в 2011 году, что соответствует спреду примерно в 250бп. Спрэд к свопам долларového выпуска **ВТБ 11** еще уже – 240бп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ПЕРВЫЙ «НАСТОЯЩИЙ» ДЕФОЛТ?

Самой обсуждаемой темой вчера был технический дефолт по облигациям **Миннеско Новосибирск-1**. Собственно, из форума **Cbonds** и сегодняшних газетных публикаций Вы наверняка уже узнали все доступные на данный момент подробности.

Мы хотели бы обратить внимание инвесторов на несколько забытую на «горячем» рынке тему сравнения «юридической силы» обязательств по оферте и погашению с точки зрения возможностей инвесторов вернуть свои деньги. Ведь, исполни **Миннеско** обязательства по купонным выплатам, неисполнение оферты даже не квалифицировалось бы как «дефолт» с точки зрения российского законодательства. Это было бы просто нарушение договора. Да, судебные перспективы в случае неисполненной оферты и просроченного погашения очень схожи, но, например, если бы речь шла о погашении, то у держателей облигаций **Миннеско** была бы возможность досудебного обращения к поручителю.

Последствия дефолта **Миннеско** могут быть весьма неприятными для сегмента облигаций **3-го эшелона**, особенно в части новых размещений. Важным событием в этом смысле станет погашение (или непогашение) облигаций **Арбат Престижа** в эту пятницу.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Активность торгов на вторичном рынке по-прежнему остается на довольно низком уровне, котировки большинства облигаций **1-го эшелона** медленно сползают вниз. Однако, в отличие от понедельника, вчера прибавилось покупателей в выпусках **2-го эшелона**. Например, неплохим спросом пользовались банковские бумаги – **ХКФБанк-5** (УТР 10.77%, +56п), **Русский стандарт-7** (УТР 11.13%, +146п), **ВТБ-5** (УТР 8.12%, +76п).

На денежном рынке, несмотря на увеличение объема свободной ликвидности, ставки **overnight** остаются на «необычно высоком» уровне в 5.0%.

ИТОГИ ВЧЕРАШНИХ АУКЦИОНОВ

Размещения выпусков **РСХБ-7** и **МосОбласть-8** прошли без каких-либо сюрпризов. В первом случае, ставка купона была установлена в размере 8.3% (УТР 8.47%), что предполагает «справедливую» премию кривой **РСХБ**.

Аукцион по выпуску **МосОбласть-8** прошел по цене 101.5% от номинала (УТМ 8.68%). Правда, сразу после размещения цена пошла вверх – мы видели сделки около 102%. Вероятно, в ближайшее время бумага продолжит «опускаться» на собственную кривую, однако мы бы хотели напомнить, что в ближайшем будущем недостатка в новых облигациях **МосОбласти** и ее многочисленных «дочек» не будет.

ПРЕЗИДЕНТ «РАСПЕЧАТЫВАЕТ» ФОНД БЛАГОСОСТОЯНИЯ

В сегодняшнем выпуске газеты **Коммерсантъ** говорится о том, что Президент Д.Медведев поручил Правительству разработать нормативную базу для размещения части **Фонда национального благосостояния** в ценные бумаги на внутреннем рынке. По различным оценкам, к концу года размер **ФНБ** достигнет 3 трлн. рублей. Конечно же, все эти суммы не поступят на внутренний рынок, однако даже несколько сот миллиардов рублей окажут заметную поддержку рублевым облигациям и акциям. Другой «стороной медали» является чрезмерное увеличение веса государства на фондовом рынке.

KD Group (B-): комментарий к размещению кредитных нот

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

В настоящее время маркетуется выпуск долларовых нот компании KD Group. Предварительные параметры выпуска – 100 млн. долл. с погашением через 2 года. Эмитентом выступает холдинговая компания группы – ОАО «КД Групп», поручителем – ключевая операционная компания ОАО «Камская долина».

KD Group более 15-ти лет работает на рынке недвижимости Пермского края. Компания позиционирует себя как лидер на рынке жилой недвижимости в регионе и оценивает собственную долю в объеме вводимых площадей на уровне 12%. Бизнес-модель группы предполагает полный цикл работ – от разработки инвестиционного проекта до последующей эксплуатации сданного объекта строительства. Процесс самого строительства осуществляется с помощью привлечения сторонних подрядчиков. С момента основания KD Group реализовала 75 объектов общей площадью 450 тыс. кв.м. Объем текущего портфеля проектов (до 2012 г.) превышает 2.5 млн. кв.м. Инвестиционный меморандум достаточно подробно освещает все стадии операционной деятельности группы. Конечными бенефициарами KD Group являются два физических лица.

Ключевыми сильными сторонами кредитного профиля группы, безусловно, являются прочные позиции в «домашнем» регионе, имеющем хороший потенциал роста рынка, а также существенный объем текущего портфеля проектов. У нас также вызывает симпатию относительно высокий (для данной отрасли) уровень раскрытия информации: компания регулярно готовит отчетность по МСФО, консолидированную отчетность по РСБУ, а также имеет кредитный рейтинг от агентства S&P. Юридическая структура группы тоже не выглядит запутанной или «перегруженной», как это часто бывает с девелоперами.

Среди недостатков кредитного профиля KD Group, помимо общих для отрасли «узких мест» (целый спектр рисков, связанных с регулированием, разрешительной документацией, налоговыми практиками), мы отмечаем скромные масштабы бизнеса (выручка в 2007 г. менее 100 млн. долл.), которые естественным образом обуславливают недостаточную географическую и проектную диверсификацию.

Ключевые финансовые показатели KD Group, МСФО

USD млн.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Выручка	26.2	41.9	97.4
ЕБИТДА	3.3	21.3	46.1
ЕБИТДА скорректированная	1.7	9.5	34.0
Чистая прибыль	2.9	15	34.7
Финансовый долг	15.3	33.3	62.8
Собственный капитал	5.5	29	81.6
Ключевые показатели			
ЕБИТДА скор. margin (%)	6.5%	22.7%	34.9%
Финансовый долг/ ЕБИТДА (x)	4.6	1.6	1.4
Финансовый долг/ ЕБИТДА скорректированная (x)	9	3.5	1.8
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	2.8	1.1	0.8
ЕБИТДА скор./процентные платежи (x)	1.3	2.2	6.7

Источник: данные компаний, оценки МДМ-Банка

В части финансового профиля и того, как он представлен в материалах к размещению, мы хотели бы обратить внимание на несколько «слабых» моментов. Во-первых, мы не считаем справедливым учет в показателе ЕБИТДА неденежной прибыли от переоценки стоимости инвестиционных активов (12 млн. долл. в 2007 г.). Во-вторых, нас несколько смутил тот факт, что более половины выручки и почти вся прибыль в 2007 г. пришлись на сделки по продаже ранее приобретенных объектов недвижимости, т.е. фактически речь идет об инвестиционном (более рискованном), а не строительном бизнесе. В третьих, мы обратили внимание на существенное расхождение в ключевых показателях консолидированной отчетности компании по РСБУ и МСФО.

Пока показатели долговой нагрузки KD Group (даже после корректировки ЕБИТДА) выглядят вполне умеренными. Очевидно, что в случае реализации плана по привлечению 100 млн. долл., долговая нагрузка компании заметно увеличится.

Что же касается структуры займа, то ее единственным существенным недостатком мы считаем отсутствие среди поручителей компании ООО «Агентство инвестиций в недвижимость», на которую, согласно российской отчетности, в 2007 г. пришлось более половины операционной прибыли группы.

Насколько мы понимаем, при определении «справедливой доходности» кредитных нот KD Group рынок будет в первую очередь ориентироваться на размещенные сравнительно недавно долларские облигации Миракса. Купон по 2-летним CLN составил 13.5%. Следует учитывать, что Миракс – заметно более крупная и известная компания. Кроме того, кредитные рейтинги Миракса выше, чем у KD Group, на 1 ступень.

Разгуляй (NR): окончательные результаты за 2007 г.

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

Вчера группа Разгуляй опубликовала аудированную консолидированную отчетность по МСФО за 2007 г. Она оказалась немного лучше предварительных результатов, которые мы комментировали ранее (см. Комментарий от 14.02.08).

На фоне благоприятной конъюнктуры цен на зерно выручка группы в 2007 г. выросла на 38% до 31.7 млрд. руб. Результаты сахарного дивизиона почти не изменились по сравнению с 2006 г., а его маржинальность даже снизилась из-за запоздалого введения пошлин на импортируемый сахар-сырец. Тем не менее, в целом рентабельность группы оказалась лучше, чем в 2006 г. (показатель EBITDA margin увеличился на 70bp). Совокупный объем инвестиций в 2007 г. остался на уровне 2006 г. – 3.6 млрд. руб. Несмотря на это, рост чистого долга был незначительным, т.к. часть расходов была профинансирована за счет допэмиссии акций. По итогам отчетного периода, долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» опустилась с 3.2x до 2.4x.

Как рассказал вчера в ходе телеконференции президент и ключевой бенефициар холдинга И. Потапенко, в ближайшие годы группа намерена сосредоточить усилия на расширении земельных активов. Увеличение посевных площадей более чем в 3 раза должно способствовать росту рентабельности Разгуляя, особенно учитывая мировой рост цен на продовольствие, а также государственную поддержку сельскохозяйственной отрасли. Объем капитальных вложений на приобретение земель и с/х техники до 2010 г. составит 14.6 млрд. руб. Значительную часть финансирования планируется осуществить за счет допэмиссии акций, которая может пройти до конца сентября. Насколько мы понимаем, речь идет о нескольких сотнях миллионов долларов дополнительного капитала. Безусловно, такая финансовая стратегия весьма «дружественна» по отношению к кредиторам, т.к. позволит Разгуляю избежать заметного роста долговой нагрузки.

Мы нейтрально относимся к облигациям Разгуляя на текущих уровнях (около 11%), т.к. считаем, что, с точки зрения «относительной стоимости», это отнюдь не самое лучшее предложение на рынке в данный момент. Гораздо больше нам нравятся выпуски финансовых институтов и «дочек» сильных «государственных» заемщиков (например, РЖД, Мособласти).

Ключевые финансовые показатели группы Разгуляй, МСФО

Млн. руб.	2006 г.	2007 г.	
		Предварительные результаты	2007 г. Факт
Выручка	22 967	31 700	31 700
ЕБИТДА	3 243	4 400	4 700
Чистая прибыль	922	-	1 230
Чистый долг	10 530	11 500	11 293
Собственный капитал	14 169	-	17 042
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	14.1%	13.9%	14.8%
Чистый Долг/ ЕБИТДА (x)	3.2	2.6	2.4

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

ЛенСпецСМУ (В/Позитивный): нейтральные результаты за 2007 г.

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

На фоне сильных результатов 1-го полугодия 2007 г. отчетность строительной группы ЛенСпецСМУ за весь 2007 г. выглядит несколько слабее, что наверняка объясняется сравнительно небольшим количеством проектов, завершенных во 2-м полугодии, и консервативными принципами признания выручки (только после сдачи объектов госкомиссии).

По итогам года, рост выручки ЛСС составил скромные 15.4% (против почти 80% роста в 1-м полугодии), а показатель EBITDA margin составил 24.1% против 29% по итогам 1-го полугодия. В результате соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» увеличилось до 3.0х по сравнению с 1х на середину 2007 г.

В начале 2008 г. стало известно, что 15% акций холдинговой компании ЛенСпецСМУ проданы фонду прямых инвестиций Varing Vostok. Сумма сделки не раскрывается. Компания сообщала о намерении направить полученные от сделки средства на развития бизнеса, из чего мы делаем вывод, что так или иначе деньги попадут в капитал (вероятнее всего, через допэмиссию). Мы считаем это позитивным кредитным событием. Напомним, что ключевой бенефициар ЛенСпецСМУ г-н Заренков в январском интервью говорил о намерении провести IPO в 2009 г.

Выпуск CLN ЛенСпецСМУ с пут-опционом через год торгуется на уровне 13.56% (УТР). Рублевые выпуски компании, на наш взгляд, менее интересны (10-12%). В СМИ появлялась информация о намерениях ЛенСпецСМУ разместить выпуск еврооблигаций.

Ключевые финансовые показатели группы «ЛенСпецСМУ», МСФО

млн. руб.	2006 г.	1П 2007 г.	2007 г.
Выручка	7 712	5 714	8 903
ЕБИТДА	729	1 658	2 145
Чистая прибыль	433	1 053	1 027
Долг	2 606	4 427	6 655
Чистый долг	582	3 498	6 487
Капитал	1 068	2 089	2 098
Активы	13 585	15 244	21 189
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	9.4%	29.0%	24.1%
Долг/ EBITDA annualized (x)	3.6	1.4	3.1
Чистый долг/ЕБИТДА annualized (x)	0.8	1.0	3.0
Долг/Капитал (x)	2.4	2.1	3.2
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	6.3	43.6	6.8

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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
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		

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.