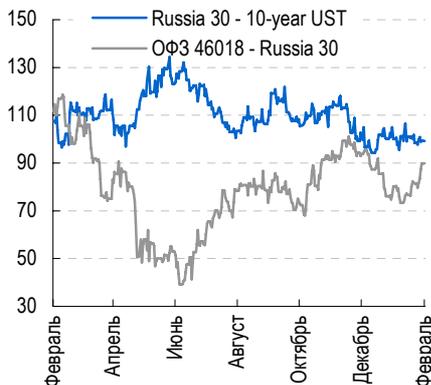
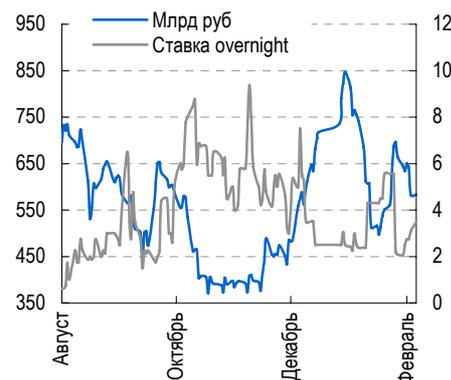


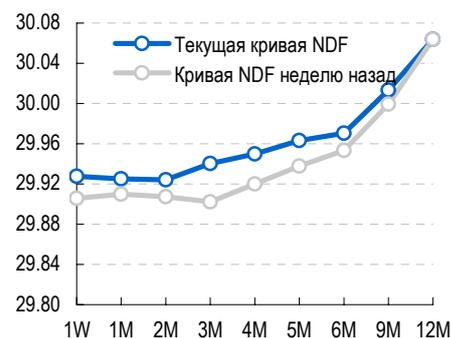
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

21 фев	Размещение руб.обл. ОФЗ-46021
21 фев	Размещение руб.обл. Газпром-9
21 фев	Размещение руб.обл. Копейка-3
21 фев	Публикация индекса CPI
21 фев	Размещение руб.обл. СУ-155
22 фев	Размещение руб.обл. Россельхозбанк
22 фев	Публикация индекса Jobless Claims
26 фев	Выплата акцизов, НДС

### Рынок еврооблигаций

- На вторичном рынке спокойствие. Повышение ставки в **Японии** пока не страшно для **ЕМ**. На «первичке» завершилось размещение **Локо-Банка** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Котировки **Русснефти** «просели» на небольших объемах. Высокий интерес к размещению **Москоммерцбанк-2**. Об аукционах по **ОФЗ 46021** и **Газпром-9** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Копейка (S&P B-): комментарий к размещению.** На наш взгляд, структура облигационного займа (фиксация купонов на 5 лет и полуторогодовая оферта) делает его очень привлекательным, позволяя инвесторам заработать в случае укрепления Копейкой кредитного профиля и предоставляя «защитный» опцион на случай его ухудшения (стр.3).

- Су-155 (NR): комментарий к размещению.** (стр.4).

- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 планирует увеличить в 2007 г. число аптек на 73% (с 838 до 1450, Источник: сайт компании).** По оценкам наших аналитиков по акциям, это потребует инвестиций в объеме не менее USD110 млн., без учета возможных расходов на приобретение недвижимости. Операционный денежный поток компании в последние годы был отрицательным, поэтому все инвестиции финансировались за счет привлечения капитала, в первую очередь долга. Уровень долговой нагрузки сети уже достиг критических значений (Долг/ЕБИТДА более 11х по итогам 9 мес. 2006 г.). На наш взгляд, 36.6 исчерпала резервы увеличения долговой нагрузки, поэтому мы считаем весьма вероятной продажу сетью контрольного пакета акций Верофарма в течение 2007 г. (рыночная стоимость пакета – около USD180 млн.). Однако, даже в этом случае долговая нагрузка компании останется достаточно высокой. На наш взгляд, доходность рублевого выпуска облигаций компании (10.4% к оферте в июле 2008 г.) не в полной мере отражает кредитный риск. Справедливости ради отметим, что рыночная капитализация 36.6 за последние полгода выросла на 50%.

- Вкратце: Премьер М.Фрадков согласовал и отправил на подпись президенту проект указа о создании холдинга ЭйрЮнион (Источник: Коммерсантъ).** В краткосрочной перспективе на фоне некоторой «эйфории» вокруг формирования холдинга, на наш взгляд, у **КрасЭйр (NR)**, как у «базовой» компании будущей группы, не должно возникнуть проблем с рефинансированием долга. В связи с этим короткий выпуск ЭйрЮнион, предлагающий доходность около 16%, может быть спекулятивно привлекателен. Однако, по фундаментальным характеристикам кредитный профиль КрасЭйр выглядит очень слабо.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.68	-0.01	-0.08	-0.02
EMBI+ Spread, бп	170	0	+1	+1
EMBI+ Russia Spread, бп	101	+1	+1	+5
Russia 30 Yield, %	5.68	-0.01	-0.09	+0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	+0.01	+0.02	+0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	397.4	-30.3	+17.6	-268.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	114.3	-45.7	-190.8	-0.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	23.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.88	+0.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.93	0	+0.26	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	58.0	-0.1	+4.6	-2.7
Индекс РТС	1894	-11	+81	-16

## Рынок еврооблигаций

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

На рынке US Treasuries вчерашний день начался с небольшого снижения котировок. Возможно, что в ходе азиатских торгов некоторые участники рынка решили зафиксировать прибыль в преддверии сегодняшней публикации данных по инфляции в США за январь. Однако, с открытием рынка в США котировки UST начали расти, а доходность **10-летних UST** опустилась до 4.675% (-1.5бп).

Котировки большинства индикативных выпусков сегмента **Emerging Markets** вчера остались на прежних уровнях. Значение спреда **EMBI+** также не изменилось – 170бп. Сегодня утром стало известно, что Банк **Японии** поднял учетную ставку до 0.5% (+0.25пп). Если это начало цикла повышения ставки, то многочисленные carry trades с фондированием в йене могут начать закрываться, что в принципе может привести к снижению ликвидности на финансовых рынках, в т.ч. снизить спрос на облигации **Emerging Markets**. Однако, мы полагаем, что пока большинство инвесторов воспринимает сегодняшнее событие скорее как разовое повышение.

Цены российских суверенных еврооблигаций во вторник не изменились на фоне достаточно низкой торговой активности. Весь день выпуск **Russia 30** (YTM 5.68%) торговался в диапазоне 113 – 113 1/8, сохраняя спред к UST около 99бп. В корпоративном сегменте сделок очень мало. Мы отметили неагрессивный спрос в **ALROSA 14** (YTM 6.30%) и предложение в **MegaFon 09** (YTM 6.35%) без изменения ценовых уровней.

На первичном рынке завершилось размещение 3-летних еврооблигаций **Локо-Банка** (B2/B-), доходность сложилась на уровне 10%, объем выпуска – USD100 млн. На наш взгляд, выпуск достаточно интересен, учитывая присутствие среди акционеров международной финансовой корпорации **IFC** (Aaa/AAA).

Сегодня в США будут опубликованы индекс потребительских цен за январь и стенограмма январского заседания **FOMC**.

## Рынок рублевых облигаций

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

Можно констатировать, что банковская система спокойно перенесла вчерашние достаточно крупные налоговые выплаты (НДС). Ставки денежного рынка выросли, но не драматично – до 4-4.5%. В отсутствие покупок валюты Центробанком, приток ликвидности обеспечили поступления из бюджета.

В сегменте госбумаг мы отметили продажи в длинных выпусках **ОФЗ 46018** (-7бп; YTM 6.58%), **ОФЗ 46017** (-1бп; YTM 6.53%) и **ОФЗ 46020** (-3бп; YTM 6.83%). Характер торгов не указывал на нарастающую слабость в этом сегменте. Скорее, речь шла о подготовке к сегодняшнему аукциону. Напомним, что сегодня Минфин собирается разместить новый выпуск **ОФЗ 46021** объемом 15 млрд. руб. с погашением в 2018 году. Это амортизационная бумага, поэтому дюрация составит около 7.79 лет. На кривой ОФЗ выпуск «ложится» между **ОФЗ 46017** и **ОФЗ 46018**. На наш взгляд, справедливый уровень доходности **ОФЗ 46021** лежит в диапазоне 6.55-6.57%. Вероятно, премия при размещении составит 1-2бп. Мы ожидаем, что средневзвешенная доходность на аукционе сложится на уровне 6.57-6.58%.

В корпоративном сегменте вторичного рынка не происходит практически ничего примечательного. Котировки большинства выпусков первого эшелона медленно сползают вниз, теряя в среднем 5бп в день, а во втором эшелоне сохраняется достаточно устойчивый спрос (**ГАЗ-1** (YTM 7.94%), **Мечел-2** (YTM 8.08%), **ПМЗ-1** (YTM 9.27%), **Ленэнерго-1** (YTM 7.04%)).

Отметим очередное снижение котировок выпуска **Русснефть-1** (YTM 18.82%), которые вчера упали примерно на 3п.п. до 87% от номинала на очень небольших объемах торгов (15 млн. руб.). Напомним, что после снижения до 85.0 котировки этого выпуска восстанавливались до 93.0. Никаких новых негативных новостей о компании на рынок не поступало. На наш взгляд, новое снижение связано с закрытием лимитов на компанию очередным инвестором. Слабость в котировках Русснефти может продлиться еще несколько

недель. Однако, мы полагаем, что в конце концов для держателей облигаций все закончится благополучно, и цена выпуска восстановится до уровней, близких к номиналу.

Из вчерашних первичных размещений наибольший интерес вызвал аукцион по выпуску **Москоммерцбанк-2** (по нашему мнению, интерес обоснован; см. вчерашний комментарий). Спрос превысил предложение примерно в 3 раза, а доходность выпуска сложилась заметно ниже ориентиров организаторов (8.58% против 9.1-9.3%). Насколько мы понимаем, практически весь объем был приобретен крупным иностранным игроком. Итоги остальных размещений не принесли каких-либо сюрпризов.

Сегодня пройдет размещение выпуска **Газпром-9**, который станет самым длинным на кривой доходности рублевых облигаций компании (дюрация около 5.55). Объем займа – 5 млрд. рублей. Организаторы прогнозируют ставку купона на уровне 7.12-7.36% (УТМ 7.25-7.50%). Таким образом, спред нового выпуска к кривой ОФЗ составит около 80-105бп. На наш взгляд, участвовать в аукционе интересно по верхней границе диапазона, так как более короткий **Газпром-8** торгуется со спредом около 78бп к ОФЗ. На наш взгляд, справедливая доходность Газпрома-9 лежит в интервале 7.30%-7.40%. Самый близкий по дюрации к размещаемым облигациям – выпуск **ЛУКОЙЛ-4** (7.40%) – торгуется со спредом около 95бп к кривой ОФЗ.

Комментарии по двум другим размещениям, намеченным на сегодня, представлены ниже.

## Копейка (S&P B-): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение 5-летнего выпуска облигаций ТД Копейка объемом 4 млрд. с офертой через 1.5 года по 99% от номинала. Поручителями по выпуску выступают ООО «Копейка-Москва» (оператор сети в Москве) и ООО «Копейка Девелопмент» (держатель недвижимости).

Итак, к началу 2007 г. розничная сеть Копейка подошла с новой структурой акционеров и менеджмента (теперь у ФК Уралсиб 100% акций), с изменившимися масштабами и статусом (от московской сети – к федеральной), со значительно ухудшившимися показателями рентабельности и покрытия долга (см. табл. и наши комментарии от 7 февраля), а также с несколько противоречивыми намерениями: снизить в 2007 г. уровень долговой нагрузки, одновременно сохранив высокие темпы роста (см. наши комментарии от 15 февраля).

Тем не менее, предлагаемый займ все же кажется нам достаточно привлекательным. Во-первых, в отличие от абсолютного большинства розничных сетей со схожим профилем, Копейка имеет поддержку в лице могущественного акционера – Финансовой корпорации Уралсиб (активы более USD10 млрд., Банк Уралсиб – один из крупнейших финансовых институтов в стране). Для ФК Уралсиб Копейка представляет собой достаточно важный инвестиционный актив, в который корпорация вложила значительные средства. Мы предполагаем, что в среднесрочной перспективе Уралсиб расстанется с контролем над Копейкой в пользу более сильной российской или иностранной розничной сети. Мы также уверены, что до подобной сделки при возникновении у Копейки финансовых затруднений ФК Уралсиб окажет сети поддержку с рефинансированием. У финансовой корпорации есть для этого все возможности, есть также и сильная заинтересованность в успешном развитии Копейки как бизнеса.

Во-вторых, нам очень нравится структура предлагаемого облигационного выпуска (фиксация купонов на 5 лет и полуторагодовая оферта). Такая структура позволяет инвесторам заработать в случае укрепления Копейкой своего кредитного профиля (сужение спреда по 5-летней бумаге предполагает хороший ценовой upside), одновременно предоставляя «защитный» опцион на случай его ухудшения.

Насколько мы понимаем, организатор ориентирует инвесторов на купон в размере 10.0%, что предполагает доходность к погашению на уровне 10.38% и доходность к полуторагодовой оферте в размере 9.60%. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в аукционе, ориентируясь на этот price-talk.

**Ключевые финансовые показатели Копейки, МСФО**

Млн. руб.	2004	2005	9 мес. 2006	2006 г.-оценка
Выручка	10 541	16 260	18 273	Около 26 500
ЕБИТДА	757	992	750	
Чистая прибыль	438	264	31	
Финансовый долг	1 411	3 232	6 547	8 200
Собственный капитал	4 061	4 064	4 095	
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	7.2%	6.1%	4.1%	
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.9	3.3	6.5	Более 7x
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.8	1.6	

Источник: данные компании

## СУ-155 (NR): комментарий к размещению

**Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com**

Сегодня состоится размещение выпуска облигаций ООО «СУ-155 Капитал» объемом 3 млрд. руб. сроком на 5 лет с годовой офертой.

Компания СУ-155 – это строительная группа полного цикла, включающая в себя 120 отдельных предприятий, от производства стройматериалов и башенных кранов до строительства, продажи жилья и обустройства территории.

Основной бизнес СУ-155 – массовая жилая застройка в Москве и области. Однако, у компании есть несколько проектов бизнес-класса, а также присутствие в регионах. По данным компании, доля СУ-155 в общем объеме жилищного строительства в Москве превышает 20%.

Основной сильной стороной кредитного профиля компании мы считаем наличие очень крупного портфеля проектов (около 9 млн. кв.м). Среди слабостей – сложная юридическая структура, отсутствие отчетности по МСФО, очень высокая долговая нагрузка и низкая операционная рентабельность (см. табл.). Последнее достаточно характерно для компаний, занимающихся массовой застройкой.

На наш взгляд, за счет заметно более низкого уровня прозрачности и более высокой долговой нагрузки кредитный профиль СУ-155 выглядит слабее, чем профиль таких компаний, как Миракс (B2/NR/B) и ЛенСпецСМУ (S&P B). Облигации последних предлагают доходности в диапазоне 10.0-11.0%. Справедливая доходность за риск СУ-155, на наш взгляд, составляет не менее 12.5%.

**Ключевые финансовые показатели группы СУ-155\***

Млн. руб.	2005 г.	6 мес. 2006 г.
Выручка	24 568	7 996
Валовая прибыль	831	265
ЕБИТ	538	268
Чистая прибыль	246	205
Финансовый долг	5 887**	6 465**
Собственный капитал	829	963
Активы	51 376	61 882
<b>Ключевые показатели</b>		
Валовая рентабельность (%)	3.4%	3.3%
Рентабельность ЕБИТ (%)	2.2%	3.4%
Финансовый долг/ ЕБИТ annualized (x)	10.9	12.0
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	7.1	6.7

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

\*для балансовых данных - консолидированная управленческая отчетность, для показателей выручки и прибыли – отчетность ЗАО «СУ-155» по РСБУ, поскольку через головную компанию проходят все основные денежные потоки

\*\*балансовый показатель «краткосрочные кредиты и займы» очищен от средств со –инвестиций посредством векселей



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.