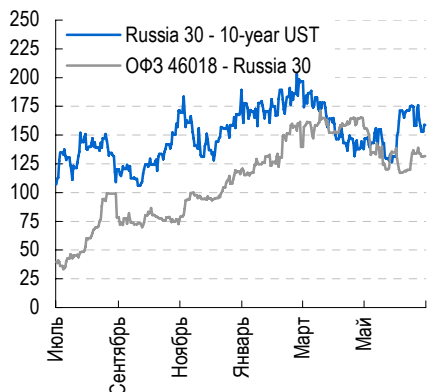


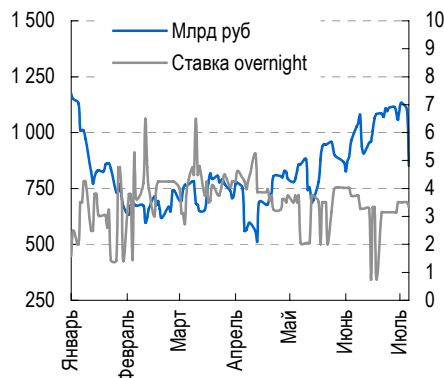
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 22 июля 2008 г.

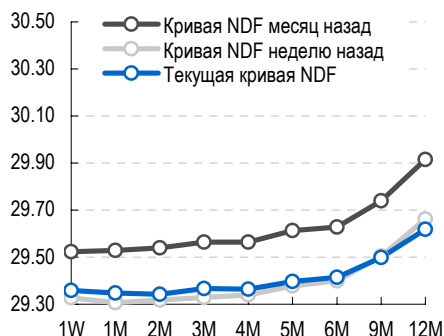
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



## Календарь событий

|        |                                      |
|--------|--------------------------------------|
| 22 июл | Размещение руб. обл. Нижне-Ленское-3 |
| 23 июл | Аукционы ОФЗ-26201, ОФЗ-46022        |
| 23 июл | "Бежевая Книга" ФРС                  |
| 23 июл | Размещение руб. обл. РИГ групп-2     |
| 24 июл | Размещение руб. обл. ЛК Уралсиб-2    |
| 24 июл | Размещение руб. обл. ДВТГ-2          |
| 25 июл | Уплата акцизов, НДС                  |
| 25 июл | Размещение руб. обл. ВымпелКом-1     |

## Рынок еврооблигаций

- В UST вновь неспокойно. **Северсталь** разместилась с премией, «продав» вторичный рынок. О новой сделке объявил **Альфа Банк Украина** (стр. 2)

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- АИЖК** продают на новостях о новых выпусках. Как поведет себя **ЦБ** на FX после выплат НДС? В **Списке репо** пополнение (стр. 3)

## Новости, комментарии и идеи

- Росводоканал (ВВ-) и Нижне-Ленское:** комментарии к размещениям (стр. 3-5).
- АК АЛРОСА (Ва2/ВВ) отчиталась за 2007 г. по МСФО.** Выручка сократилась на 4% до 91 млрд. руб. Насколько мы понимаем, основная причина – ослабление доллара (на экспорт идет более половины добываемых алмазов). Операционная рентабельность по EBITDA чуть выросла за счет сокращения объемов роялти, уплачиваемых Республике Саха. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» не изменилось по сравнению с 2006 г. (1.8х), хотя общий долг вырос с 62 млрд. руб. до 82 млрд. руб. Мы считаем непривлекательными еврооблигации ALROSA 14 (7.9%). В их котировках уже «учтены» все хорошие новости, в т.ч. федерализация компании, которая, как ожидается, завершится в 3-м квартале 2008 г. В то же время, в ценах не отражены «плохие новости» – переход компании к дорогой подземной добыче, кризис в США (основной «потребитель» бриллиантов), а также существенный риск нового предложения еврооблигаций от АК АЛРОСА.
- ТГК-1 (NR) опубликовала нейтральные результаты за 2007 г. по МСФО.** Выручка увеличилась на 22%. Рентабельность по EBITDA без учета неденежных доходов (восстановление резервов) возросла на 0.7пп, но все равно остается низкой – 7.3%. После крупной допэмиссии акций, проведенной в 2007 г. в пользу Газпрома, чистый долг компании остается отрицательным. Мы думаем, что рынок облигаций не отреагирует на новости. Длинные рублевые облигации ТГК (9.45%) выглядят сравнительно дорого.

- Fitch присвоило Таттелекому рейтинг на уровне B+, прогноз «Позитивный».** Это первый кредитный рейтинг Таттелекома. Уровень рейтинга позволяет рассчитывать на попадание рублевых облигаций компании (9.2%) в Список репо ЦБ. К сожалению, единственный выпуск Таттелекома имеет низкую ликвидность и короткую дюрацию.

- Вкратце: S&P подтвердило рейтинг X5 на уровне ВВ-, прогноз «Стабильный»**

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Закрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
|                          |          | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 4.04     | -0.05     | -0.13   | +0.01         |
| EMBI+ Spread, бп         | 282      | -2        | +22     | +43           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 163      | +2        | +25     | +16           |
| Russia 30 Yield, %       | 5.63     | +0.01     | +0.15   | +0.12         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.95     | +0.02     | +0.12   | +0.48         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 461.9    | -153.1    | -234.9  | -426.6        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 390      | -97.0     | +121.6  | +275.3        |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | 144.4    | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 4.22     | +0.33     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.33    | +0.02     | -0.18   | -0.31         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 132.6    | +2.4      | -2.3    | +38.7         |
| Индекс РТС               | 2144     | +9        | -241    | -147          |

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### В US TREASURIES ВНОВЬ НЕСПОКОЙНО

Понедельник на рынке **US Treasuries** выдался довольно беспокойным, причем руководствовались инвесторы преимущественно новостями с рынка акций. До открытия торгов были опубликованы результаты **Bank of America** за второй квартал года, оказавшиеся лучше консенсус-прогнозов и подтолкнувшие участников рынка к продажам в **UST**. Но вечером продажи резко сменились покупками, поводом для чего послужили пессимистичные прогнозы на следующий квартал от **Apple** и слабые результаты **American Express**. Последнее заставляет думать о снижении потребительской активности в **США**, в т.ч. у американцев с уровнем достатка выше среднего (целевая группа держателей карт **AmEx**). О проблемах в экономике **США** свидетельствовал и опубликованный вчера индекс **Leading Indicators**, показавший снижение второй месяц подряд. По итогам дня, доходности **US Treasuries** вдоль всей кривой снизились на 4-5бп; 10-летние ноты торговались вчера с доходностью 4.04%.

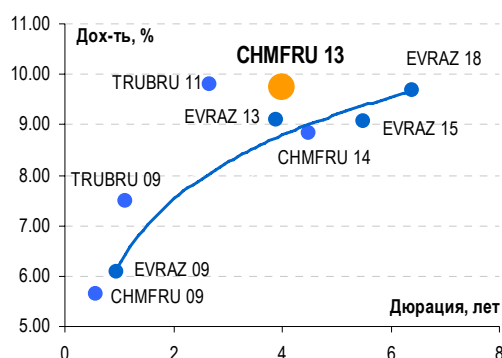
Сегодня участники рынка обратят внимание на отчетность американского банка **Wachovia**, а также на выступление председателя **ФРБ Филадельфии Чарльза Пlossера**. Кроме того, будут опубликованы индекс промышленной активности **Richmond Fed** и статистика по ценам на недвижимость. Судя по тому, куда смотрят сейчас фьючерсы на индексы акций, в первой половине дня нас ждет скорее продолжение «бегства к качеству».

### СЕВЕРСТАЛЬ РАЗМЕСТИЛА НОВЫЙ ВЫПУСК;

Вчера вечером завершилось размещение выпуска евробондов **Северстали** (Ba2/BB/BB-). Новый 5-летний бенчмарк был размещен с купоном 9.75%. Объем сделки – 1.25 млрд. долл.

Размещение выпуска, напомним, шло не очень гладко. Он был анонсирован еще в конце июня. В начале июля ходили слухи о том, что это будет 10-летний бонд объемом до 1.5 млрд. долл. Очевидно, что ухудшение рыночной конъюнктуры внесло свои коррективы в ход размещения.

Нам новый выпуск представляется весьма привлекательным. Премия к более длинному **CHMFRU 14** (YTM 8.82%) даже сегодня, после вчерашних продаж, составляет 95бп, а еще в пятницу **CHMFRU 14** торговался с доходностью около 8.5%. На «сером» рынке новый выпуск уже котируют по 100 ½ пп, что, безусловно, отражает наличие премии. Кстати, сегодня стало известно о планах нового размещения от **Альфа Банк Украина**.



### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ПРОДАЖИ В КОРПОРАТИВКАХ ИЗ-ЗА СЕВЕРСТАЛИ

Ценовые изменения ключевых бенчмарков **ЕМ** вчера были незначительными, а спрэд **EMBI+** сузился на 2 бп до 282бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.63%) потерял в цене около 1/8пп, а спрэд к **UST** расширился за ночь на 5 бп до 159бп. В корпоративном сегменте на новостях о размещении нового выпуска **Северстали** были заметны весьма активные продажи в облигациях металлургических компаний: выпуск **CHMFRU 14** (YTM 8.82%) потерял 1 3/4пп, бонды **Евраз** – по 3/4пп. Мы также видели небольшие продажи в **ALROSA 14** (YTM 8.02%).

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: АИЖК ПРОДАЮТ НА НОВОСТЯХ О НОВЫХ ВЫПУСКАХ

Торговля на рублевом долговом рынке вчера протекала в достаточно спокойном режиме. Котировки длинных выпусков **1-го эшелона** и **ОФЗ** продолжают медленно сползать вниз. Вчера они, в среднем, снизились еще на 10-20бп. Больше всего пострадали **АИЖК-10** (УТМ 10.45%, -30бп) и **АИЖК-11** (УТМ 10.42%, -75бп), что связано с анонсированием **Агентством** новых выпусков. Основной спрос по-прежнему сосредоточен в облигациях **2-го эшелона**. Вчера это были **Х5-Финанс-1** (УТР 10.25%, +15бп), **ТМК-2** (УТМ 8.28%, +12бп), **ХКФБанк-2** (УТР 11.25%, +12бп).

### НДС – ЭТО НЕ СТРАШНО; КАК ПОВЕДЕТ СЕБЯ ЦБ?

Уплата **квартального НДС** привела к сокращению остатков банков на счетах в ЦБ до 852 млрд. рублей (-на 250 млрд. рублей), однако ликвидности у банков все равно предостаточно, поэтому, как и ожидалось, денежный рынок остался спокоен. Правда, ставки **overnight** все же подросли примерно на 25-50бп до 4-4.25%, но, на наш взгляд, это более чем умеренный показатель. Судя по сегодняшнему сальдо (144.4 млрд. рублей), деньги продолжают перетекать с депозитов на корсчета, поэтому, скорее всего, уже сегодня ставки **МБК** несколько снизятся. Теперь главная интрига заключается в том, как поменяется (и поменяется ли вообще) политика **ЦБ** на валютном рынке. Напомним, в начале месяца регулятор сообщил, что увеличил вдвое объем интервенций, чтобы подстраховаться перед крупными налоговыми выплатами. По оценкам наших дилеров, вчера **Центробанк** купил традиционные 1.5 млрд. долл.

### РАСШИРЕНИЕ СПИСКА РЕПО

С сегодняшнего дня **Список репо ЦБ** пополнится двумя выпусками: **РСХБ-6** (УТР 8.09%) и **Новосибирская область-4** (УТМ 9.12%), по ним были установлены дисконты. Ничего неожиданного в этом нет, так как еще в начале июля эти облигациями были заведены на госсекцию ММВБ и включены в **Ломбардный список**. Любопытно другое: тогда вместе с **РСХБ-6** и **Новосибирской областью-4** аналогичные действия были проделаны в отношении выпусков **Межромбанк-1**, **МКБ-4**, **МБРР-2** и **УРСИ-8**. Однако их в **Списке репо** пока почему-то не появилось. Мы уже, правда, привыкли к недостаточно четкой логике в действиях **ЦБ** с «заветными» списками.

### НОВЫЕ КУПОНЫ

По облигациям **Держава-1** (УТР 49.09%) была определена новая годовая оферта с купоном 16.5% (доходность 18.10%). Учитывая, что котировки выпуска до сих пор стоят ниже номинала, мы полагаем, что большинство держателей бумаги исполнят пут-опцион.

## Росводоканал (ВВ-): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение облигаций в пользу группы компаний Росводоканал (РВК). Объем выпуска – 1.75 млрд. руб., оферта – через 1 год. Непосредственным эмитентом выступает дочерняя SPV-компания группы – РВК-Финанс. Среди поручителей – холдинговая компания РВК-Инвест, а также три операционные компании.

РВК представляет собой частную управляющую компанию, которая на правах долгосрочной аренды (что-то вроде концессии) берет в управление муниципальные водоканалы. Компания принимает на себя обязательства по обеспечению потребителей соответствующими услугами, а также по финансированию инвестиций в модернизацию водоканалов. В то же время, «взамен» РВК получает контроль над

соответствующими денежными потоками, взимая плату за воду и подключение. Тарифы регулируются муниципальными властями.

Российский рынок облигаций уже познакомился с подобной бизнес-моделью, когда свой дебютный займ размещала компания Российские коммунальные системы (10% к погашению в апреле 2009 г.).

На наш взгляд, достоинствами кредитного профиля Росводоканала являются:

- Регулируемый характер бизнеса, отсутствие конкуренции. Водоканалы фактически являются локальными монополиями со всеми вытекающими отсюда позитивными последствиями для кредитного профиля. Рейтинговые агентства очень любят инфраструктурные компании, традиционно присваивая им высокие кредитные рейтинги.
- Важность успеха реформы ЖКХ для правительства («национальный проект»). Фактически, Росводоканал является одним из «титовых» и успешных примеров реформирования одной из самых «тяжелых» отраслей. Этот факт обуславливает низкий риск каких-либо неблагоприятных действий регулирующих органов по отношению к компании, в первую очередь в части тарифного регулирования.
- Сильный акционер в лице Альфа-групп. Правда, не стоит слишком преувеличивать роль акционера в данном случае. РВК – на самом деле небольшая компания, у которой очень мало своих активов и очень скромный собственный капитал.
- Применительно к данному выпуску – наличие у эмиссии рейтинга от Fitch на уровне BB-, что позволяет рассчитывать на появление бумаги в Списке репо ЦБ. Кроме того, потенциальные приобретатели облигаций займут неплохое место в структуре кредиторов: залогового финансирования у компании мало, а, кроме того, у РВК есть очень длинные долги (ЕБРР/IFC).
- Отсутствие проблем со сбором платежей – уровень дебиторской задолженности у группы незначителен.
- Высокий уровень финансовой прозрачности, в первую очередь – наличие отчетности по МСФО.

Среди недостатков кредитного профиля мы отмечаем лишь небольшие размеры компании, отсутствие значимых активов и скромный собственный капитал, а также (как уже много раз отмечалось в различных обзорах) – недостаточная прозрачность тарифного регулирования.

Организаторы ориентируют инвесторов на доходность по дебютному выпуску РВК на уровне 12.25% (купон). Учитывая то, что эта бумага, скорее всего, попадет в Список репо ЦБ, и это корпоративный, а не банковский риск (доходности банковских бумаг в среднем выше), на наш взгляд, ориентир по выпуску РВК весьма и весьма привлекателен.

| Финансовая отчетность группы компаний «Росводоканал», МСФО |         |         |        |
|------------------------------------------------------------|---------|---------|--------|
| млн. руб.                                                  | 2006 г. | 2007 г. | 2008 П |
| Выручка                                                    | 2 428   | 6 679   | 9 842  |
| EBITDA                                                     | 30      | 614     | 2 433  |
| Чистая прибыль                                             | 165     | 223     | 1 036  |
| Финансовый долг (с учетом обязательств по фин. аренде)     | 625     | 2 802   | 5 072  |
| Чистый Долг                                                | 573     | 2 602   | н.д.   |
| Собственный капитал                                        | 405     | 603     | 1 884  |
| Активы                                                     | 2 089   | 5 183   | 8 250  |
| <b>Основные коэффициенты</b>                               |         |         |        |
| Рентабельность EBITDA                                      | 1.2%    | 9.2%    | 25%    |
| Финансовый долг/EBITDA                                     | 21.0    | 4.6     | 2.1    |
| Чистый Долг/EBITDA                                         | 19.1    | 4.2     | н.д.   |
| Финансовый долг/Капитал                                    | 1.5     | 4.6     | 2.7    |
| EBITDA/Проценты                                            | 0.8     | 8.1     | 4.0    |

Источник: данные компании, оценка МДМ-банка

## Нижне-Ленское (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение третьего облигационного займа компании Нижне-Ленское объемом 1 млрд. рублей с полуторагодовой офертой и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает SPV группы – ООО «Нижне-Ленское-Инвест». Поручителем является непосредственно основная операционная компания – ОАО «Нижне-Ленское».

Нижне-Ленское – алмазодобывающая компания Республики Саха (Якутия). Это крупнейшая компания на российском рынке алмазов после АК АЛРОСА. Обеспеченность разведанными запасами россыпей алмазов у Нижне-Ленского составляет 12-14 лет (несколько месторождений). Добыча алмазов ведется экономичным открытым способом. В структуре выручки с 2007 г. преобладает экспорт (65%). Единоличным бенефициаром компании является Правительство Республики Саха (Якутия).

Ключевым фактором поддержки кредитного профиля Нижне-Ленского является наличие «сильного» акционера. Кредитные рейтинги Якутии – В+ от S&P и В- от Fitch. В 2007 г. уставный капитал компании был увеличен на 451 млн. руб. Другой важной позитивной характеристикой кредитного профиля является наличие лицензий на разведанные карьеры с наименее затратным способом добычи.

Основные риски для кредиторов Нижне-Ленского мы связываем с волатильностью мировой конъюнктуры цен на алмазы (в США – крупнейшем потребителе брильянтов – сейчас кризис), дальнейшим ослаблением доллара и значительными инвестиционными аппетитами (4 млрд. руб. в ближайшие 5 лет). У нас также нет 100%-ной уверенности в способности менеджмента адекватно соотносить планы по сарех с денежными потоками компании и возможностями по финансированию, в особенности в текущей ситуации, когда доступ к заемным средствам для российских компаний осложнен.

Кредитные метрики Нижне-Ленского выглядят вполне прилично (см. табл.). Компания имеет небольшие масштабы бизнеса, но демонстрирует высокую операционную рентабельность и имеет умеренную долговую нагрузку. В 2007 г. наблюдается замедление темпов роста, а также ухудшение показателей рентабельности. Отчасти, это связано с переориентацией продаж на внешний рынок и ослаблением доллара. Данные за 1-й квартал 2008 г. не являются показательными в связи с присутствием фактора сезонности. В прогнозах компании на 2008-2012 гг. ожидается снижение операционной прибыли по сравнению с уровнем 2007 г. приблизительно на четверть.

Второй выпуск облигаций компании в настоящее время торгуется с доходностью 13.77%. Судя по ориентирам организаторов, доходность нового выпуска будет сопоставимой. На наш взгляд, в текущих условиях 13.5-14.0% – вполне справедливая компенсация за стоимость денег и кредитный риск Нижне-Ленского. Примерно на таких же уровнях торгуются облигации слабых «дочек» российских госкомпаний (РЖД) и региональных администраций (Московская область). В данном случае комбинация несколько иная: речь идет о достаточно крепкой «дочке» не самой сильной с точки зрения кредитоспособности региональной администрации.

### Финансовые результаты ОАО «Нижне-Ленское», РСБУ

| млн. руб.                    | 2006 г. | 2007 г. | 1К2008 г. |
|------------------------------|---------|---------|-----------|
| Выручка                      | 2 243   | 2 483   | 593       |
| EBITDA                       | 964     | 1 012   | 493       |
| Чистая прибыль               | 183     | 112     | 256       |
| Финансовый долг              | 2 834   | 3 957   | 4 329     |
| Собственный капитал          | 1 084   | 1 992   | 2 248     |
| Активы                       | 5 293   | 6 770   | 7 341     |
| <b>Основные коэффициенты</b> |         |         |           |
| Рентабельность EBITDA        | 43%     | 40.7%   | 83%       |
| Финансовый долг/EBITDA       | 2.9     | 3.9     | 2.2       |
| Финансовый долг/Капитал      | 2.6     | 2.0     | 1.9       |
| EBITDA/Проценты              | 2.3     | 2.2     | 4.2       |

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 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| 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.Kuchеров@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, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.