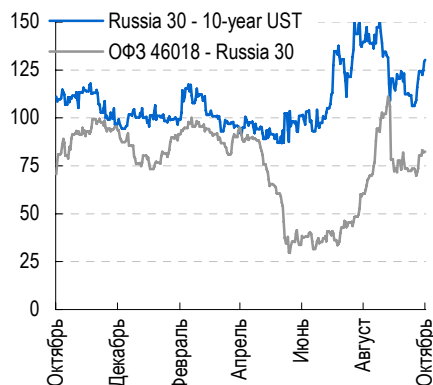


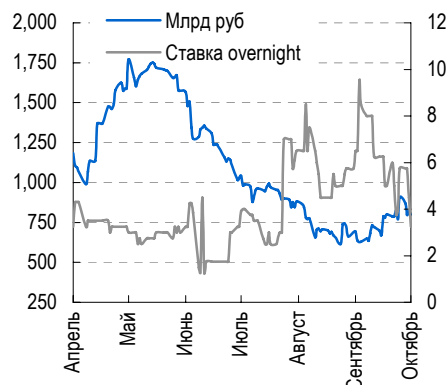
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 25 октября 2007 г.

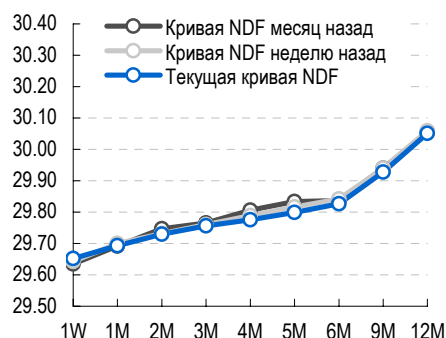
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

25 окт	Уплата акцизов, НДС
25 окт	Статистика по первичному рынку жилья
29 окт	Уплата налога на прибыль
30 окт	Индекс цен на жилье S&P/Schiller
7 ноя	Аукцион ОФЗ 25061 (RUB 3 млрд.)
13 ноя	Размещение руб. обл. ИвановскаяОбл-1
19 ноя	Размещение руб. обл. Банк Электроника-2
21 ноя	Аукцион ОФЗ 46021 (RUB 3 млрд.)

Рынок еврооблигаций

- Бегство к качеству продолжается, масла в огонь подлил отчет **Merrill Lynch**. Новости первичного рынка: **ВТБ, ФЛК, Транскредитбанк**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Вчерашний день показался нам серым и неинтересным. О выпуске **МИА-3** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Синергия (NR)** показала хорошие результаты за 1-е полугодие 2007 г. по МСФО и официально объявила о намерении провести IPO (стр.3).
- **Вкратце: Moody's повысило рейтинг АФК Система на 1 ступень с В1 до Вa3, а рейтинг по облигациям компании – на 3 ступени с В3 до Вa3.** Согласно пресс-релизу агентства, причинами повышения рейтинга эмитента послужили диверсификация группы, устойчивые темпы роста, а также сохранение умеренного уровня долговой нагрузки. Что же касается резкого повышения рейтинга по облигациям, то Moody's объясняет это скорым исчезновением фактора субординации необеспеченных долгов, т.к. через полгода будут погашены обеспеченные акциями МТС еврооблигации AFKSRU 08. О том, что АФК Система заслуживает повышения кредитных рейтингов, мы упоминали еще летом (см. комментарий от 11 июля).
- **Вкратце: Авиакомпания ЮТэйр (NR) отчиталась по МСФО за 2006 г.** Учитывая высокую степень репрезентативности российской отчетности компании, мы не считаем вчерашнее событие слишком важным для кредиторов. В принципе, ЮТэйр демонстрирует позитивную динамику финансовых показателей (см. наш комментарий от 15 августа с анализом результатов за 1-е полугодие по РСБУ). Вместе с тем, компания сохраняет достаточно высокий уровень долговой нагрузки, особенно с учетом забалансовых обязательств, а также имеет значительные потребности в инвестициях. Одним из факторов «комфорта» для кредиторов является аффилированность компании с Сургутнефтегазом. Мы не видим потенциала сужения спредов выпусков ЮТэйр с текущих уровней (10.7%).

- **Вкратце: Самарский разработчик авиадвигателей – СНТК им. Кузнецова (NR) – получит почти 1 млрд. руб. из бюджета в качестве финансовой поддержки.** (Источник: RBCDaily). На наш взгляд, эта новость служит иллюстрацией повышенного внимания государства к авиадвигателестроительным компаниям после проведенного в августе специального совещания правительства, посвященного этой отрасли.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.34	-0.07	-0.29	-0.36
EMBI+ Spread, бп	210	+6	+13	+41
EMBI+ Russia Spread, бп	134	+6	+15	+38
Russia 30 Yield, %	5.64	-0.01	-0.15	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.46	-0.01	-0.05	-0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	433.5	+3.1	-4.8	-232.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	366.2	-23.3	+110.9	+251.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	35.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.42	-0.03	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	-0.02	-0.03	-0.48
Нефть (брент), USD/барр.	84.4	+1.5	+6.8	+23.7
Индекс РТС	2123	-4	+114	+213

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Новая волна "бегства к качеству" набирает обороты. Вчера «масла в огонь» подлили слабый отчет по американскому рынку жилья, а также объявление о крупных «ипотечных» убытках, полученных инвестбанком **Merrill Lynch** в 3-м квартале. Доходности **US Treasuries** снизились вдоль всей кривой на 7-8бп.

На этом фоне вчера активизировались слухи о возможном досрочном понижении **FED RATE**, которые, впрочем, официальные лица поспешили опровергнуть.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился еще на 6бп до 210бп, а выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.64%) увеличил дистанцию к **UST10** до 130бп. В корпоративном сегменте мы отметили ослабление котировок длинных выпусков первого эшелона, таких как **GAZPRU 34** (YTM 6.44%), **TMENRU 18** (YTM 7.99%). Пока в этом сегменте неплохо держатся облигации **LUKOIL 22** (YTM 7.11), **TNEFT 14** (YTM 6.35%). В выпуске **AFKSRU 11** (YTM 7.20%) прошли покупки на новостях о повышении кредитного рейтинга Системы (см. стр. 1).

Сегодня в США публикуется статистика по заказам на товары длительного пользования и первичному рынку недвижимости.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Несмотря на не самые благоприятные рыночные условия, о возможных новых размещениях объявили сразу несколько эмитентов из России. Видимо, решения об объявлении сделок были приняты еще до публикации отчета Merrill Lynch. Так или иначе, вчера ньюсмейкерами на первичном рынке стали:

1) **ВТБ (A2/BBB+)** – 5-летние долларовые облигации, суммарный объем выпуска пока не разглашается, но, по всей видимости, окажется достаточно большим. На уровне слухов до нас доносятся ориентиры на уровне 190бп к свопам, т.е. около 30бп к кривой доходности эмитента. Никаких официальных подтверждений этой цифры мы не видели.

2) **Финансовая Лизинговая Компания (NR)** – выпуск долларовых CLN сроком на 5 лет с офертой через 1 или 2 года. Мы уже комментировали этого эмитента летом, когда ФЛК размещала свой первый выпуск CLN (см. обзор от 6 июня). Напомним, что это контролируемая государством лизинговая компания, обслуживающая интересы ОАК. ФЛК прекрасно капитализирована за счет регулярных «инъекций» из бюджета.

3) **Транскредитбанк (Ba3/BB-)** – субординированные облигации объемом до 300 млн. долл., размещение планируется провести до конца года. Никаких дополнительных деталей пока не сообщается.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашний день был небогат на интересные события на локальном облигационном и денежном рынках. В самом разгаре налоговые выплаты (сегодня – НДС и часть акцизов). Ставки overnight чуть выросли, но, тем не менее, пока остаются ниже 6.0%. В связи с этим логичным выглядит небольшой объем прямого репо с ЦБ (менее 4 млрд.). По наблюдениям наших дилеров, Центробанк вчера не покупал валюту. Правда, курс бивалютной корзины все ближе к предполагаемому уровню поддержки регулятора (29.61 руб).

В остальном же, среда оказалась серой и неинтересной. Объемы торгов рублевыми облигациями невелики, а ценовые движения минимальны. Рынок **ОФЗ** вчера просто «спал». Минимальный интерес присутствовал лишь в среднесрочных выпусках госбумаг. Однако, если котировки и изменились, то незначительно (+/- 10бп).

В корпоративном сегменте сохраняется интерес к облигациям 2-го эшелона – мы видели покупки в выпусках **Седьмой континент-2** (+106п; УТР 9.24%), **Салют-Энергия-1** (+306п; УТМ 10.08%), **Белон-2** (+86п; УТР 9.86%). Напротив, в 1-м эшелоне активность снижается. Идей здесь практически не осталось, кривые доходностей выглядят достаточно «ровно», а если визуально и появляются диспропорции, то они в большинстве случаев «съедаются» bid/offer спреedom.

Сегодня мы бы хотели обратить внимание на выпуск **МИА-3** (УТР 8.59%), который на днях был включен в котировальный список **A1**. Это пока никак не отразилось на его котировках. На наш взгляд, он смотрится довольно привлекательно на фоне более длинного **МИА-1** (УТМ 8.62%). Следует, правда, оговориться, что ликвидность 3-го выпуска достаточно низка.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ, НОВЫЕ КУПОНЫ И ОФЕРТЫ

Вчера состоялась оферта по выпуску **Уральский ЛЦ-1** (УТМ 10.25%). Держатели облигаций предъявили к выкупу порядка 63% объема эмиссии.

Синергия (NR): сильные результаты за 1-е полугодие и официальные планы IPO

Аналитики: *Денис Воднев, Михаил Галкин, e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com*

Согласно опубликованной вчера финансовой отчетности по МСФО за 1-е полугодие 2007 г., в течение января-июня водочная группа Синергия продемонстрировала высокие темпы роста выручки (66%). Это связано как с консолидацией приобретенных в 2006-2007 гг. активов, так с «органическим» ростом. Учитывая значительный фактор сезонности (почти 2/3 выручки компания получает во 2-м полугодии), выручка Синергии по итогам 2007 г. вполне может составить 13-14 млрд. руб.

Компания продолжает наращивать операционную рентабельность (EBITDA margin 15% против 13% в 2006 г.), что, по нашим оценкам, отражает постепенное увеличение доли «дорогих» брендов в структуре продаж компании, а также эффект масштаба (экономия на логистике и маркетинге).

В связи с ростом операционной прибыли заметно улучшились показатели покрытия долга. Соотношение «Долг/EBITDA» по итогам отчетного периода составило 2.7х против 4.3х на конец 2006 г. Напомним, что в соответствии с заявленной компанией «внутренней финансовой дисциплиной», этот показатель в будущем должен оставаться в пределах 4х (для расчета берется pro forma EBITDA).

Вчера компания официально сообщила о намерении публично разместить допэмиссию акций. МДМ-Банк является одним из организаторов сделки. Инфрмагентства сообщают о возможном привлечении в капитал компании до 200 млн. долл., которые планируется направить на развитие портфеля брендов, дистрибуцию и поглощения. Очевидно, что IPO будет способствовать увеличению устойчивости баланса Синергии (который, правда, и так выглядит солидно: «Долг/Собственный к-л» $\approx$ 1.5х на середину 2007 г.), а также росту прозрачности и качества корпоративного управления.

Уже через неделю наступает оферта по первому выпуску облигаций компании объемом 1 млрд. руб. Облигации торгуются вблизи номинала, купон на последующий период установлен на уровне 11%, следующая оферта – через 6 месяцев. Второй выпуск Синергии торгуется с доходностью около 13%. Насколько мы понимаем, компания имеет достаточный объем ликвидности и свободных банковских кредитных линий для выполнения своих обязательств по оферте.

Ключевые финансовые показатели группы Синергия

РУБ млн.	2005 г.	2006 г.	6 мес. 2007 г.	6 мес. 2006 г.
Выручка	4 299	7 187	4 649	2 800
Валовая прибыль	1 213	1 952	1 429	631
EBITDA	519	911	720	335
Чистая прибыль	328	453	380	178
Финансовый долг	1 752	3 903	3 957	н.д.
Собственный капитал	1 680	2 153	2 586	н.д.

Ключевые показатели

Валовая рентабельность	28%	27%	31%	23%
Рентабельность EBITDA (%)	12%	13%	15%	12%
Рентабельность чистой прибыли (%)	8%	6%	8%	6%
EBITDA/процентные платежи*	9.0	3.9	5.3	4.0
Финансовый долг/EBITDA годовая (x)	3.4	4.3	2.7	н.д.
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.0	1.8	1.5	н.д.

Источник: данные компании

* нетто-процентные платежи, т.е. за вычетом процентных доходов



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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@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, 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.