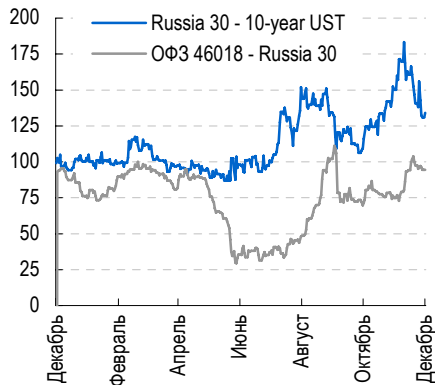
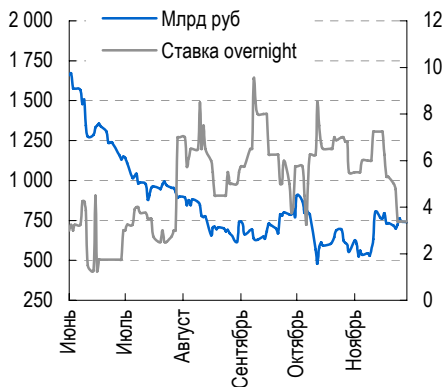


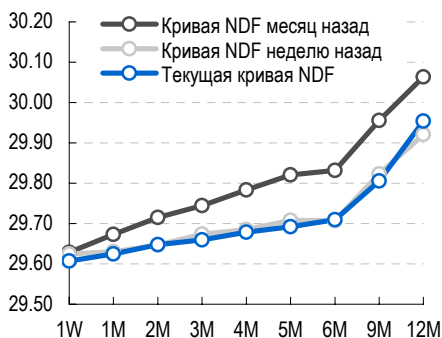
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

17 дек	Уплата акцизов, ЕСН
17 дек	Размещение руб. обл. ТомскОбл-4
18 дек	Размещение руб. обл. ЛЭКстрой-1
18 дек	Статистика по стр-ву жилья в США
18 дек	Индекс ведущих индикаторов в США
18 дек	Индекс Philadelphia Fed
20 дек	Уплата НДС
25 дек	Уплата акцизов, НДС

### Рынок еврооблигаций

- «Высокие» инфляционные данные подтолкнули доходности UST вверх, но ненадолго. В NAFTO 09 спекуляции о «техническом дефолте» (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ продолжает покупать валюту. Мы не ожидаем снижения котировок рублевых облигаций в ближайшие дни. Обращаем внимание на ЛУКОЙЛ-3 (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Группа компаний ЛЭК (NR): комментарий к размещению (стр. 3)
- НМТП (Ва1/ВВ+): хорошие результаты за 9 мес. 2007 г. (стр. 4)
- Вкратце: S&P повысило рейтинг Копейки с «СС» до «ССС-». Обоснование рейтингового решения (можно посмотреть здесь: [www.sandp.ru](http://www.sandp.ru)) звучит несколько странно. Из него следует, что S&P лишь недавно узнало о возможностях Копейки по получению финансирования от акционера или секьюритизации недвижимости. Фактически, агентство признает, что его предыдущее действие в отношении рейтинга Копейки (снижение с «В-» до «СС») было чрезмерно жестким. Мы сохраняем «сдержанно-позитивное» отношение к Копейке, высказанное в комментариях от 11 и 16 октября. На наш взгляд, облигации торговой сети интересны с доходностью 15% и выше. Сейчас они торгуются на уровне 16.5-17.0%.
- Вкратце: Национальная алкогольная ассоциация опасается, что производство алкоголя в России в январе 2008 г. может остановиться из-за смены поставщика программного обеспечения для ЕГАИС (Источники: Ведомости, Коммерсантъ). На наш взгляд, производители алкоголя сумеют компенсировать возможный ущерб за счет наращивания производства в декабре 2007 г. Мы полагаем, что временная регулятивная «неразбериха» будет способствовать дальнейшей консолидации в алкогольной отрасли. В настоящий момент из производителей крепкого алкоголя на рынке представлены лишь облигации групп ОСТ (14.5%) и Синергия (13.0-13.3%). Последняя в ноябре 2007 г. успешно закрыла IPO-сделку.

- Вкратце: ВБД (Ва3/ВВ-) в очередной раз показал сильные результаты по МСФО. Выручка за 9 мес. 2007 г. достигла 1.8 млрд. долл. (+42%), соотношение «Долг/ЕБИТДА годовая» – около 1.7х. Выпуски облигаций продуктового холдинга малоликвидны. Весной 2008 г. ВБД предстоит рефинансировать еврооблигации на 300 млн. долл.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.24	+0.04	-0.01	-0.46
EMBI+ Spread, бп	222	-3	+3	+53
EMBI+ Russia Spread, бп	135	-5	-10	+39
Russia 30 Yield, %	5.55	+0.02	-0.13	-0.10
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	0	+0.07	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	612.5	+4.9	+177.2	-53.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	126.7	-8.9	+10.0	+12.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	41.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.46	+0.86	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	0	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	91.7	-0.4	+0.1	+31.0
Индекс РТС	2270	-47	+81	+360

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Опубликованный индекс потребительских цен (CPI) за ноябрь составил 0.8% (прогноз – 0.6%), а без учета цен на топливо и продукты питания – на 0.3% (прогноз – 0.2%). Такие «высокие» данные по инфляции толкнули доходности **US Treasuries** вверх. Так, доходность **10-летних UST** выросла до 4.25% (+5 бп.). К концу пятничных торгов она, впрочем, скорректировалась до 4.23%, а сегодня утром на торгах в азиатской сессии опустилась до 4.20% из-за эффекта «бегства к качеству» (equity-индексы снижаются).

Инертные EM, как всегда, сужают спреды в случае роста доходностей **UST**. Спрэд **EMBI+** в пятницу сузился на 36п до 222бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.55%) сократил дистанцию к **UST** до 131бп. Сегодня, вероятно, нас вновь ожидает ценовая стабильность с одновременной волатильностью спредов.

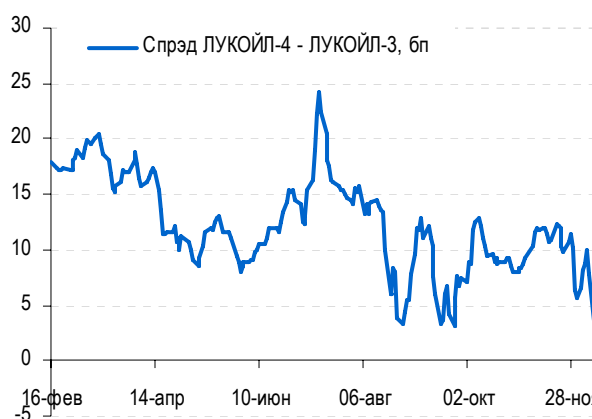
В корпоративном сегменте, пожалуй, единственной интересной новостью стало заявление некоторых держателей еврооблигаций **НАК «Нафтогаз Украины»** (Ba2/B+) о возможном техническом дефолте в случае непредоставления компанией своей финансовой отчетности за 2006 г. до конца 2007 г. Учитывая, что заявителями являются фонды (в т.ч. Bluebay, Ashmore), мы полагаем, что это может быть частью их торговой стратегии. Возможно, инвесторы рассчитывают досрочно предъявить торгующиеся существенно ниже номинала облигации **НАФТО 09** (YTM 13.09%) по номиналу, или напугать остальных инвесторов и увеличить позицию в выпуске по еще более привлекательным ценам. Мы полагаем, что Украина не даст своей крупнейшей корпорации оказаться в реальном (не «техническом») дефолте.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов рублевыми облигациями в пятницу был небольшим. Рост ставок денежного рынка, связанный с начинающимся периодом налоговых выплат, повышенным спросом на наличность и закрытием балансов, вызвал увеличение объемов прямого **репо** с ЦБ (+3.9 млрд. рублей) и проседание котировок ОФЗ и 1-го эшелона на 5-15бп. На этом фоне примерно на 10-15бп просели котировки облигаций 1-го эшелона. В этом сегменте мы сегодня хотели бы обратить внимание на выпуск **ЛУКОЙЛ-3** (+76п; YTM 7.08%), который, на наш взгляд, сейчас несколько недооценен на фоне более длинного **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.09%):



В пятницу, по оценкам наших дилеров, ЦБ купил еще около 2 млрд. долл. Эти интервенции регулятора, а также традиционные для декабря высокие темпы расходования бюджетных средств, на наш взгляд,

должны позволить избежать каких-либо сложностей на денежном рынке. В связи с этим, мы не ожидаем снижения котировок рублевых облигаций в ближайшие дни.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Сегодня состоится размещение 5-го выпуска облигаций **Томской области** с погашением в 2012 году. По нашим расчетам, дюрация составит около 3.7 лет. Это будет самый длинный выпуск области, к сожалению, объем займа всего 400 млн. рублей, поэтому **котировальный список А1** для него закрыт. Спрэд к кривой ОФЗ облигаций **ТомскОбл-3** (YTM 8.43%, также не в А1) сейчас составляет около 240бп. Мы полагаем, что новый выпуск должен торговаться примерно на таком же уровне, что соответствует доходности около 8.70% (или 96.5 п.п. по цене; все купоны определены).

Стал известен price-talk по готовящемуся выпуску «Euroclearable-секьюритизации» рублевых векселей **МОЭСК** (Ba2). Напомним, что дюрация нот составит порядка 2.7 лет, объем займа – около 5.3 млрд. рублей. Организатор ориентирует инвесторов на доходность на уровне 9.5-9.75%, т.е. около 120-145бп к рублевому выпуску **МОЭСК-1** (YTP 8.30%) и фактически без премии к размещенной ранее секьюритизации лизинговых платежей **МОЭСК** (выпуск **Бизнес Альянс-1**; ticker **BUSALL** YTM 9.5%). На наш взгляд, это более-менее справедливый уровень доходности, тем более, что структура выпуска несколько проще, чем в облигациях **BUSALL**. Однако в текущей конъюнктуре, на наш взгляд, не так много желающих купить подобный выпуск (тем более в конце декабря), а редкие желающие, могут попросить более существенную премию за первичное размещение. В любом случае, мы предполагаем, что из-за необычной структуры и «нерепуемости» в ЦБ российский спрос на выпуск будет минимальным.

## ЛЭК (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы компаний ЛЭК объемом 1.5 млрд. руб., с погашением через 3 года и годовой офертой. Эмитентом выступает компания-заказчик группы – ООО «ЛЭКстрой». Поручителями выбраны основные операционные компании и владельцы инвестиционных прав на недвижимость и земельные участки (ООО «Фирма ЛЭК Истейт» и ООО «Концерн ЛЭК Истейт»). Дополнительную оферту по выпуску предоставляет еще одна операционная компания – ООО «Корпорация ЛЭК Истейт».

Группа компаний «ЛЭК» работает на рынке недвижимости Санкт-Петербурга с 1989 года. Бизнес-модель группы предполагает приобретение земельных участков и разработку девелоперских проектов. ЛЭК продает проекты либо сразу, либо после их реализации с помощью сторонних подрядчиков. В настоящее время компания ведет строительство 88-ми объектов общей продаваемой площадью более 1.46 млн. кв. м. В основном, это жилье классов «бизнес» и «эконом». Согласно различным источникам, ЛЭК делит первое-второе место на рынке Санкт-Петербурга с ЛенСпецСМУ. «Земельный банк» ЛЭК составляет 3.9 млн. кв. м., а его стоимость, согласно независимым оценкам, превышает 5 млрд. руб. (из них 1.9 млрд. руб. – в собственности компаний, выступающих в роли эмитента/поручителей/оферентов по займу). В инвестиционном меморандуме не раскрывается структура собственности группы. При этом указывается, в Наблюдательный совет компании входит А. Рогочев (основатель сетей «Пятерочка» и «Карусель»).

На наш взгляд, ЛЭК характеризуется более слабым кредитным профилем по сравнению, например, с ЛенСпецСМУ. Среди относительных слабостей ЛЭК – более низкий уровень прозрачности (нет рейтингов, промежуточной отчетности, данных по бенефициарам), недостаточный уровень вертикальной интеграции (по сути, ЛЭК – только девелопер, а ЛСС осуществляет полный цикл инвестиций, девелопмента и строительства) и активное использование векселей как инструмента фондирования. Среди сильных сторон ЛЭК мы, в первую очередь, выделяем наличие крупного портфеля земельных участков.

Учитывая, что облигации ЛенСпецСМУ сейчас торгуются с доходностью более 12%, а также принимая во внимание необходимую премию за более высокий кредитный риск и премию за размещение в неблагоприятной конъюнктуре, мы полагаем, что «справедливая» доходность при размещении облигаций ЛЭК – не менее 14%.

**Ключевые финансовые показатели группы ЛЭК, МСФО**

млн. руб.	ЛЭК 2006 г.	ЛенСпецСМУ 1П2007 г.
Выручка	6 131	5 714
ЕБИТДА (с учетом «дооценки», которая формирует более 90% показателя)	3 311	1 658
Чистая прибыль (с учетом «дооценки»)	2 419	1 053
Финансовый долг	2 608	4 427
Собственный капитал	9 952	2 089
Активы	33 505	15 244
<b>Ключевые показатели</b>		
ЕБИТДА margin (%)	54%	29%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.79	1.4
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.26	2.1
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	н./д.	43.6

Источник: данные компаний, оценки МДМ-Банка

**НМТП (Ba1/BB+) сильные результаты за 9 месяцев 2007 г. по МСФО**

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

Показатели выручки и ЕБИТДА крупнейшего российского порта за отчетный период выросли на 70-75% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Насколько мы понимаем, этот рост связан в первую очередь с консолидацией приобретенных в 2006 г. контейнерных терминалов. В результате долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА годовая» снизилась с 4.7x на конец 2006 г. до 2.6x. Принимая во внимание предположительно скромные инвестиционные потребности компании, мы полагаем, что в дальнейшем показатели покрытия долга продолжают укрепляться (если НМТП не продолжит покупать активы). Проведенное недавно IPO практически никак не повлияло на финансовый профиль НМТП, т.к. в ходе сделки продавцами акций выступали владельцы порта, а не сама компания.

НМТП является одним из самых «крепких» в России частных корпоративных заемщиков. Порт представляет собой ключевой элемент национальной внешнеторговой инфраструктуры (в первую очередь – экспорт нефти). По сути, это локальная монополия, которая характеризуется низкими бизнес-рисками. Именно благодаря этому НМТП имеет столь сильную комбинацию кредитных рейтингов. Выпуск еврооблигаций NOVORO 12 сейчас торгуется на уровне 8.0% (Z-свопы + 358бп).

**Ключевые финансовые показатели НМТП (МСФО)**

USD млн.	2005 г.	2006 г.	9 мес. 2007 г.	9 мес. 2006 г.
Выручка	189.2	277.3	332.0	188.1
ЕБИТДА	93.5	107.0	138.0	81.5
Чистая прибыль	57.3	44.1	74.3	40.7
Чистый финансовый долг	740.1	505.7	477.8	н.д.
Собственный капитал	536.1	653.7	739.2	н.д.
<b>Ключевые показатели</b>				
Рентабельность ЕБИТДА	49.4%	38.6%	41.6%	43.3%
Чистый финансовый долг /ЕБИТДА годовая (x)	7.9	4.7	2.6	н.д.
Чистый финансовый долг /Собственный капитал (x)	1.4	0.8	0.65	н.д.

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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.Liis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

#### Редакторы

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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.

