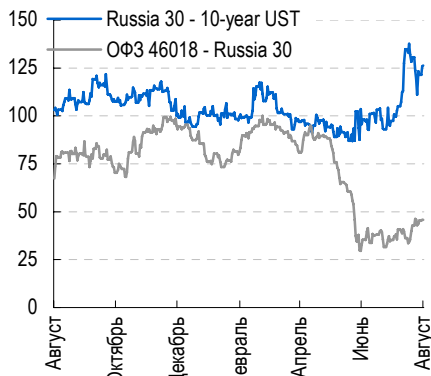
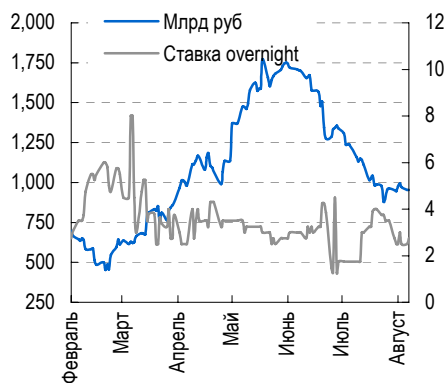


среда, 15 августа 2007 г.

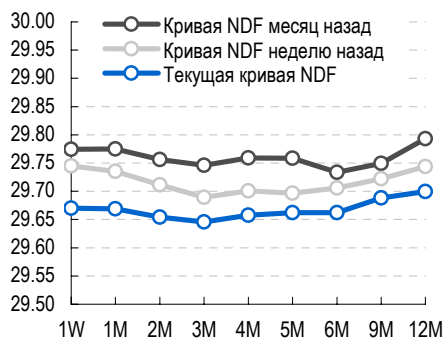
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

14 авг	Размещение руб.обл. ТрансТехСервис-1
14 авг	Индекс цен производителей в США
15 авг	Размещение руб.обл. Трансфин-М-2
15 авг	Уплата ЕСН, страховых взносов
15 авг	Аукцион ОФЗ 46021
15 авг	Индекс потребительских цен в США
16 авг	Размещение руб.обл. БананаМама-2
20 авг	Уплата НДС

Рынок еврооблигаций

- Новости о новых жертвах ипотечного кризиса спровоцировали очередную волну «бегства к качеству», т.е. покупки UST и расширение спрэдов EM. (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Вчера мы отметили массированные продажи в банковских облигациях (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Банана-Мама (NR):** комментарий к размещению. (стр.3)
- **Ряд компаний отчитались за 1-е полугодие по РСБУ.** Мы взглянули на некоторые компании, отчетность которых по РСБУ позволяет составить адекватное представление об их финансовом положении. Комментарии по **Иж-Авто, УМПО, Казаньоргсинтезу, ЮТэйр** (стр. 4-7).
- **Вкратце: Автодилер Атлант-М (NR) планирует осенью провести частное размещение акций** и привлечь в капитал около USD80 млн. Мы полагаем, что подобная сделка серьезно улучшила бы кредитный профиль компании и явилась бы хорошим основанием для сужения спрэдов облигаций Атлант-М (11.4%).
- **Вкратце: Девелопер Mirax Group (B2/NR/B) приобрел отель в Турции за USD340 млн.** и планирует дальнейшие инвестиции в гостиничный бизнес (Источник: Ведомости). Несмотря на то, что развитие гостиничного бизнеса может обеспечить диверсификацию бизнес-профиля Mirax, мы воспринимаем подобные сделки как умеренно-негативные для кредитного профиля компании, т.к. они ведут к увеличению долговой нагрузки.
- **Вкратце: Банк Петрокоммерц (Ba3/B+) будет продан казахстанской Seimar Group с гарантией сохранения счетов ЛУКОЙЛа на 5 лет.** (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, эти детали сделки призваны уменьшить негативный кредитный эффект от потери банком «родственных» связей с ЛУКОЙЛом. Еврооблигации Петрокоммерца продолжают торговаться с заметно более широкими спрэдами к свопам по сравнению с сопоставимым по дюрации рублевым выпуском.
- **Вкратце: Банк Русский Стандарт (Ba2/BB-) увеличил в 1-м полугодии чистую прибыль на 25% до 6 млрд. руб.** (Интерфакс). Эта новость может оказать поддержку облигациям банка. Насколько мы понимаем, продавцы выпусков Русского Стандарта сейчас обеспокоены возросшими рисками рефинансирования на рынках капитала, от которых так зависит банк.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.76	-0.05	-0.34	+0.06
EMBI+ Spread, бп	205	-2	+36	+36
EMBI+ Russia Spread, бп	123	+1	+26	+27
Russia 30 Yield, %	6.02	-0.01	-0.05	+0.37
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	0	+0.06	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	440.1	+1.8	-33.7	-226.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	513.2	-1.6	-230.5	+398.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	37	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.27	-0.04	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	-0.05	-0.16	0
Нефть (брент), USD/барр.	70.2	-0.2	-7.4	+9.5
Индекс РТС	1928	+31	-133	+18

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера в первой половине дня доходность **10-летних UST** поднималась до отметки 4.81% на фоне стабилизации денежного рынка (**overnight USD LIBOR** снизился до 5.40%). Однако с открытием американской сессии (16.30) в UST начались масштабные покупки – к концу дня доходность опустилась до 4.72% (-4бп). Поводом для очередной волны «бегства к качеству» стали плохие новости из Северной Америки. Канадское рейтинговое агентство **DBRS** объявило о том, что 17 канадских ипотечных компаний имеют проблемы с выплатами по своим облигациям. О проблемах с выплатами объявили еще несколько американских компаний/фондов, инвестировавших в ипотеку.

Опубликованные вчера в США инфляционные данные носили смешанный характер – общий индекс **PPI** оказался выше ожиданий, в то время как **Core PPI** – ниже прогнозов. На сегодня запланирована публикация индекса потребительских цен (**CPI**).

Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 215бп (+10бп за день). Индикативный выпуск **BRAZIL 40** (YTM 8.31%) потерял в цене порядка 1/4п.п. Котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.04%) снизились на 1/4 до 110 - 110 1/4, спрэд к UST 10 расширился до 130бп, а сегодня утром приблизился к 135бп. В корпоративном секторе сделок практически нет, котировки наиболее ликвидных выпусков понемногу ползут вниз, «бид-оффер» спрэды доходят до 1пп.

В данной ситуации разумной стратегией нам кажется инвестирование в 2-3 летние облигации эмитентов, которые не испытывают проблем с рефинансированием (корпорации 1-го эшелона).

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вторник оказался скучным днем – большую часть торгов телефоны брокеров просто молчали. Найти спрос очень трудно, а продавать «по бидам» участники рынка не готовы – низкие ставки денежного рынка позволяют сохранять позиции. В секторе ГЦБ оборот составил всего лишь около 582 млн. рублей, в пределах 5бп сползли вниз котировки длинных выпусков ОФЗ.

Единственное, что можно отметить, это распродажа в банковских облигациях: **РСХБ-3** (-30бп; YTP 7.28%), **РусСтандарт-8** (-59бп; YTP 9.34%), **Москоммерцбанк-3** (-25бп; YTP 9.02%), **Газпромбанк-1** (-25бп; YTM 7.24%), **УРСА-5** (-49бп; YTM 8.65%), **УРСА-6** (-24бп; YTM 8.23%) и т.д. Похоже, что продавали один или несколько нерезидентов. Если наша догадка справедлива, то это достаточно опасный сигнал. Если иностранцы, контролирующие значительную часть рынка рублевых облигаций, начнут сокращать позиции, то коррекция в рублевых бумагах может быть глубокой.

Сегодня на вторичные торги выходят облигационные выпуски **ИжАвто-2** (YTP 10.09%), **ОГК-2-1** (YTM 7.80%), **Сибкадемстрой-1** (YTP 12.82%), **Мособлагаз-финанс-2** (YTM 9.46%) и **Рост-Лайн-2** (YTP 13.12%).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Основным событием сегодняшнего дня станет размещение **ОФЗ 46021** (YTM 6.44%) на 20 млрд. рублей. На наш взгляд, по понятным причинам, аукцион не вызовет ажиотажного спроса – сейчас на рынке мало желающих увеличивать позиции. Очевидно, что основной объем заявок будет выставлен в расчете на премию. По нашим прогнозам, средневзвешенная доходность при размещении составит не менее 6.48% (плюс 2-3бп к уровню вчерашних котировок, уже частично учитывающих фактор «нового предложения»). Слабые результаты размещения могут спровоцировать продажи в «соседних» выпусках ОФЗ.

БАНАНА-МАМА(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы Банана-Мама объемом 1.5 млрд. рублей с офертой через полтора года. Эмитентом выступает холдинговая компания группы- ООО «Банана-Мама». Поручителем является ООО ТД «Триал» - центр денежных группы и балансодержатель всех товарных запасов.

Группа компаний Банана-Мама - крупный игрок на рынке розничной торговли детскими товарами. В своем сегменте Банана-Мама уступает по размерам лишь сети Детский мир (Источник: AC Nielsen). Розничная сеть компании представлена 68 магазинами. При этом, на 44 магазина, находящихся в Центральном и Приволжском ФО, приходится 62% консолидированной выручки (на 01.01.2007г.). Все торговые площади группы находятся в краткосрочной аренде (от 1 до 5 лет). В настоящее время сеть активно развивает продажу товаров под собственной торговой маркой. Доля private label в совокупной выручке в 2006 г. составила 16%, а по итогам 2007 г. она может достичь 17-19%. Конечными бенефициарами группы являются акционеры сети Эльдорадо Игорь и Олег Яковлевы. Они предоставили «комфортное письмо», подтверждающее их намерения оказывать Банана-Мама поддержку в случае возникновения у сети финансовых затруднений. Учитывая низкий уровень прозрачности Эльдорадо, а также высокую степень корреляции между «финансовым здоровьем» двух сетей, мы полагаем, что «комфортное письмо» в данном случае не является серьезным «кредитным усилением» выпуска. Вместе с тем, позитивным является факт наличия у акционеров Банана-Мама большого управленческого опыта в розничном бизнесе.

Банана-Мама характеризуется низкой информационной прозрачностью (нет четкой юридической структуры и отчетности по МСФО, отчетность эмитента и поручителя по РСБУ выглядит слабо), и очень высокой долговой нагрузкой («Долг/Операционная прибыль» на уровне 9х). Учитывая очень агрессивные инвестиционные аппетиты компании (инвестпрограмма на 2007 г. 1.8 млрд. руб. против ожидаемой EBITDA на уровне 500 млн.), нет поводов ожидать ее снижения.

На наш взгляд, с точки зрения бизнес-рисков, торговля детскими товарами, при прочих равных, чуть более рискованна по сравнению с продуктовой розницей из-за более высокой эластичности спроса и потенциальных проблем, связанных с импортными операциями.

Учитывая наличие в сегменте облигаций продуктовой розницы интересных предложений с доходностью 10.5-12.0%, на наш взгляд, приобретать облигации Банана-Мама с доходностью менее 12.5% не имеет смысла. Первый выпуск компании сейчас торгуется с доходностью около 10%. На наш взгляд, такая доходность не полностью отражает кредитные риски компании.

Ключевые финансовые показатели группы Банана-Мама, управленческая отчетность

млн. руб.	2005	2006	1П2007	Спортмастер 2006
Выручка	2 631	4 789	3 115	18 123
Операционная прибыль	162	385	187	2 821*
Чистая прибыль	127	212	33	1 980
Долг	1 102	2 223	3 412	3 976
Собственный капитал	132	344	377	8 583
Активы	1 967	3 591	5 155	14 034
Ключевые показатели				
Операционная рентабельность* (%)	6.2%	8%	6%	15.6%*
Долг/ Операционная прибыль* (x)	6.8	5.8	9.1	1.4*
Долг/Собственный капитал (x)	8.3	6.5	9.0	0.5
Операционная прибыль*/ процентные платежи (x)	4.6	2.6	1.2	8.7*

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка; для Спортмастера использовался показатель EBITDA

ИжАвто (NR): результаты по РСБУ за 1-е полугодие 2007 г.

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

Ключевые моменты отчетности:

- Результаты 2-го квартала в части выручки, рентабельности и долговой нагрузки значительно лучше цифр 1-го квартала. Напомним, что в 1-м квартале компания вела подготовку к началу сборки KIA Sorento, в связи с чем производились работы на конвейере, а запасы комплектующих были резко увеличены (за счет увеличения долга).
- Показатели операционной рентабельности выглядят слабее, чем в 2006 г. Это связано с тенденцией опережающего роста издержек по сравнению с ценами на автомобили, а также более низкой маржой «отверточной» сборки по сравнению с производством автомобилей ВАЗ и ИЖ (доля собственного производства на Иж-Авто снижается). Компания предупреждала инвесторов о снижении показателей рентабельности в 2007 г.

Результаты 2-го полугодия должны быть еще лучше в части выручки и долговой нагрузки, т.к. пик продаж автомобилей приходится на 3-й квартал.

Ключевыми рисками кредитного профиля Иж-Авто остаются высокая зависимость от партнеров (KIA, АВТОВАЗ) и связанный с этим риск снижения рентабельности, продолжающееся укрепление рубля (ключевые конкуренты устанавливают цены на автомобили в долларах), растущие потребности в оборотном капитале по мере роста объемов производства, и низкая прозрачность группы СОК в целом.

Мы нейтрально относимся к облигациям Иж-Авто (10.1%) на текущих уровнях.

Ключевые финансовые показатели ИжАвто, РСБУ

Млн.руб.	2006	1-й кв. 2007	6 мес. 2007
Выручка	18 144	4 681	10 412
Валовая прибыль	1 582	247	658
ЕБИТДА	1 280	223	615
Чистая прибыль	274	14	101
Финансовый долг	6 891	8 112	10 616
Чистый долг	3 964	7 439	8 553
Собственный капитал	3 845	3 843	3 849
Ключевые показатели			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	7.1%	4.8%	5.9%
ЕБИТДА/проценты (x)	3.5	1.4	1.7
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	3.1	33.4	6.9
Финансовый долг/Собственный капитал	1.8	2.1	2.8

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка

УМПО (NR): результаты по РСБУ за 1-е полугодие 2007 г.

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

Ключевые моменты отчетности:

- Результаты 2-го квартала заметно более репрезентативны по сравнению с цифрами за 1-й квартал. Напомним, что у компании очень длинный производственный цикл (более 9 месяцев). Прогноз УМПО по выручке в объеме около 16 млрд. рублей по итогам 2007 г. выглядит вполне реалистичным.
- Показатели рентабельности по-прежнему находятся под давлением в связи с продолжающимся укреплением рубля (большинство контрактов номинированы в долларах) и опережающим ростом цен на металлы.

Основными факторами поддержки кредитного профиля УМПО остаются крупный портфель заказов, перспективы роста оборонного бюджета России и стратегическая важность компании для правительства, которое приняло решение консолидировать авиадвигателестроительные компании (см. наш позавчерашний комментарий).

Ключевые риски компании по-прежнему связаны с укреплением рубля, низкой диверсификацией бизнеса, длительным производственным циклом и недостаточной финансовой прозрачностью.

Ключевые финансовые показатели				
млн. руб.	2005	2006	1-й кв. 2007	6 мес. 2007
Выручка	10 458.4	14 995.5	2 343.2	7 613.4
Валовая прибыль	3 230.7	3 736.6	147.2	1 150.6
ЕБИТДА	2 543.1	2 365.4	114.3	934.7
Чистая прибыль	1 025.3	1 486.0	1 110.4	1 526.0
Финансовый долг	4 193.2	8 672.2	10 023.8	11 632.1
Собственный капитал	10 727.0	12 036.9	13 103.1	13 470.9
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	24%	16%	5%	12%
Рентабельность чистой прибыли (%)	10%	10%	47%	20%
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	1.6	3.7	21.9	6.2
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.7	0.8	0.9

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

В сегменте облигаций авиадвигателестроителей выпуск УМПО-1 предлагает отнюдь не самую высокую доходность (8.14%). На наш взгляд, относительно более привлекательно сейчас выглядят выпуски ПМЗ-1 НПО Сатурн-1 и НПО Сатурн-3 (8.75-9.1%).

Казаньоргсинтез (NR/B-/B): результаты по РСБУ за 1-е полугодие 2007 г.

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

Во 2-м квартале Казаньоргсинтез сохранил высокие темпы роста выручки, которые мы видели в 1-м квартале. В то же время, рентабельность компании в апреле-июне снизилась по сравнению с показателями за январь-март. Напомним, что в марте-мае КОС работал не на полную мощность из-за конфликта с группой Газпром по поводу условий поставки сырья и совпавших с этим периодом «плановых ремонтов».

Учитывая, что с 1 июня поставки сырья от Газпрома возобновились, а конъюнктура российского рынка нефтехимической продукции сейчас благоприятна, мы ожидаем от КОСа сильных результатов в 3-4 кварталах.

Недавно появились сообщения о возможном переходе КОСа под контроль Газпрома (по схеме САНОСа). Эти новости позволили выпуску еврооблигаций KZOSRU 11 (8.84%) продемонстрировать динамику «лучше рынка». В настоящий момент мы нейтрально относимся к данному выпуску.

Ключевые показатели Казаньоргсинтеза, РСБУ				
Млн.руб.	2005	2006	1-й кв. 2007	6 мес. 2007
Выручка	13 329	15 518	5 462	10 378
ЕБИТДА	3 700	4 329	1 873	3 067
Чистая прибыль	2 002	2 209	1 161	1 797
Финансовый долг*	5 930	12 634	16 435	17 575
Собственный капитал	9 258	11 120	12 325	12 297
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	28%	27.9%	34.3%	29.6%
ЕБИТДА/проценты (x)	54.0	36.9	46.8	33.1
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	1.6	2.9	2.2	2.9
Финансовый долг/Собственный капитал	0.6	1.1	1.3	1.4

Источник: данные компании
*с учетом лизинга ОС

ЮТэйр (NR): результаты по РСБУ за 1-е полугодие 2007 г.

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

Результаты ЮТэйр за 1-е полугодие выглядят лучше, чем за аналогичный период прошлого года в части выручки и рентабельности и показателей покрытия долга. По финансовым показателям ЮТэйр выглядит сильнее абсолютного большинства российских частных авиакомпаний. Важным позитивным отличием кредитного профиля ЮТэйр от конкурентов является также диверсификация бизнеса (вертолетные перевозки, пассажирские перевозки, аэропортовый бизнес).

Среди слабостей кредитного профиля компании – все еще высокая долговая нагрузка (особенно с учетом лизинговых обязательств), изношенность авиапарка, большие потребности в инвестициях.

По неофициальным данным (СМИ), ЮТэйр контролируется структурами нефтяной компании Сургутнефтегаз.

Мы не видим потенциала сужения спредов в облигациях ЮТэйр (10.2-10.3%; около 500бп к ОФЗ).

Ключевые показатели ЮТэйр, РСБУ					
Млн.руб.	2005	2006	1-й кв. 2007	6 мес. 2007	6 мес. 2006
Выручка	11 273	16 140	3 701	9 054	6 508.9
Валовая прибыль	229	864	199	666	225.0
ЕБИТДА	388	1 104	280	813	319
Чистая прибыль	128	264	(87)	(57)	(88.3)
Финансовый долг*	4 007	5 461	6 970	7 336	5 196
Собственный капитал	1 522	1 734	1 616	1 670	1 429
Ключевые показатели					
Рентабельность ЕБИТДА (%)	3%	6.8%	7.6%	9.0%	4.9%
Чистая рентабельность (%)	1%	1.6%	-2.4%	-0.6%	-1.4%
ЕБИТДА/проценты (x)	1.2	2.5	1.9	2.6	1.5
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	10.3	4.9	6.2	4.5	8.2
Финансовый долг/Собственный капитал	2.6	3.1	4.3	4.4	3.6

Источник: данные компании
*без учета лизинга ОС



Финансовая группа МДМ
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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@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

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.