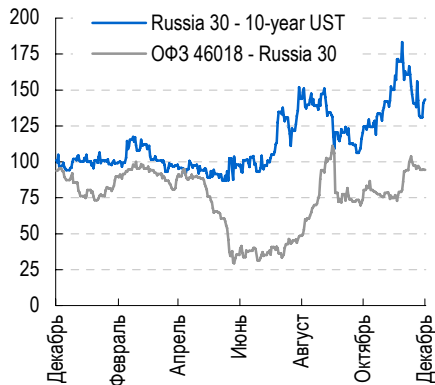
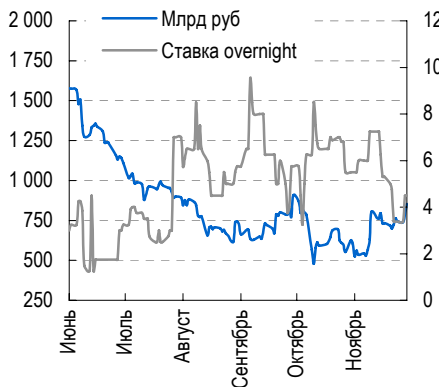


среда, 19 декабря 2007 г.

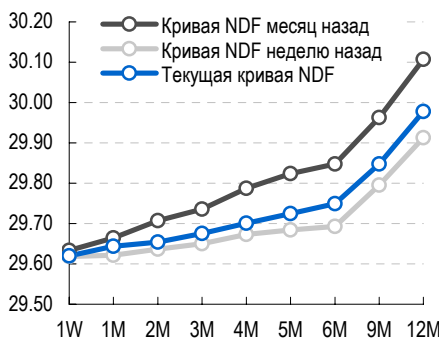
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

19 дек	Размещение руб. обл. Провиант-Финанс-1
20 дек	Уплата НДС
20 дек	Размещение руб. обл. НСХ-Финанс-1
20 дек	Размещение руб. обл. ЭйрЮнион-1
24 дек	Размещение руб. обл. ПромПереоснастка-1
25 дек	Уплата акцизов, НДС
28 дек	Уплата налога на прибыль
0 янв	

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** немного выросли на смешанной статистике. **ЕЦБ** вчера раздал столько денег, что понедельничный аукцион **TAF** уже не актуален (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Несмотря на улучшение ситуации с рублевой ликвидностью, продажи в **1-м эшелоне** продолжаются. Возможно, перед праздниками кто-то смещается во **2-й эшелон**. Обращаем внимание на **Ирк. Обл.-5. Марта** справилась с offer (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- МК Евросервис допустила технический дефолт.** Вчера при погашении выпуска МК Евросервис объемом 1.5 млрд. руб. эмитент перечислил платежному агенту лишь около 23% от номинальной суммы. (Источник: Ведомости). Наш комментарий на стр. 3.

- ЭйрЮнион (NR): комментарий к размещению** (стр. 3).

- Вкратце: Fitch и Standard & Poor's присвоили ГидроОГК кредитные рейтинги на уровне BBB-.** До этого у ГидроОГК уже был рейтинг от Moody's (фактически на том же уровне – Ваа3). Два новых рейтинга вряд ли помогут выпуску рублевых облигаций ГидроОГК (7.52%) попасть в Ломбардный список ЦБ, т.к. он сделан на SPV – УК ГидроОГК, у которой нет рейтингов.

- Вкратце: ЦБ предложил ввести в законодательство норму, позволяющую без штрафов досрочно погашать кредиты объемом до 100 тыс. руб.** (Источник: РИА Новости). На наш взгляд, одобрение и введение в действие предложений Центробанка может оказать негативное влияние на рентабельность банков, занимающихся мелким розничным кредитованием. Вместе с тем, на данном этапе, наверное, нет повода «сгущать краски». Во-первых, доля доходов банков от штрафов за досрочное погашение в общей структуре доходов невелика. Во-вторых, даже чисто розничные банки, такие как Русский Стандарт и ХКФБ, постепенно смещаются в сторону более «крупных» кредитов (автокредитование, ипотека). В-третьих, сама предложенная норма еще не принята.

- Вкратце: S&P повысило рейтинг МегаФона на 1 ступень до «BB+/Позитивный».** Основанием для повышения стали прекрасные операционные и финансовые результаты компании, а также разрешение акционерного конфликта. Реакция в облигациях МегаФона маловероятна.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.12	-0.03	-0.05	-0.58
EMBI+ Spread, бп	235	+6	0	+66
EMBI+ Russia Spread, бп	148	+11	-8	+52
Russia 30 Yield, %	5.55	0	-0.12	-0.10
ОФЗ 46018 Yield, %	6.49	-0.01	+0.07	-0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	686.5	+61.1	+158.7	+20.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	166.4	-0.3	+69.2	+51.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	21.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.34	-0.59	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	0	-0.49
Нефть (брент), USD/барр.	90.1	-1.2	-2.2	+29.4
Индекс РТС	2269	+18	+103	+359

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера **US Treasuries** показали «смешанную» динамику, отражавшую несколько противоречивый новостной фон. С одной стороны, были опубликованы слабые данные по строительству, с другой – рынки акций закрылись в плюсе. Доходность **10-летних UST** снизилась на 3 бп до 4.12%.

Спрэд **EMBI+** расширился на 6бп до 235бп, а спрэд **RUSSIA 30** (YTM 5.55%) достиг 143 бп (+26п). В корпоративном сегменте мы наблюдали широкие спрэды bid-ask и минимальное количество сделок.

Сегодня будут опубликованы итоги понедельничных аукционов **TAF**. На самом деле, они вряд ли будут интересны, ведь тогда банкам были предложены не более USD20 млрд., тогда как только вчера **ЕЦБ** «вбросил» на рынок почти EUR350 млрд. (более USD500 млрд.)! Эти действия возымели куда больший эффект, чем TAF – двухнедельный **EURIBOR** упал на 50 бп. с 4.95% до 4.45%.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

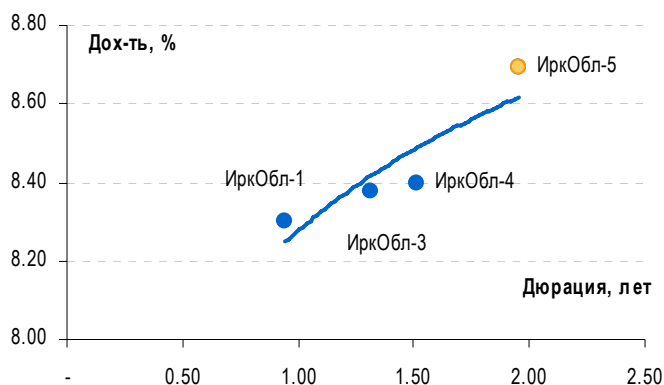
ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Парадоксально, но, несмотря на рост объемов банковской ликвидности (+61 млрд. руб.), в рублевых облигациях продолжают доминировать продавцы.

Так или иначе, вчера сильнее других пострадали длинные выпуски **АИЖК** и **МОЭСК-1** (YTM 8.53%) – их котировки упали на 30-40бп. Доходности **7-го, 8-го и 9-го** выпусков АИЖК сейчас составляют около 7.90-7.95%. Выше они были только в сентябре, но тогда банки испытывали серьезные затруднения с ликвидностью.

Одно из возможных объяснений продаж в 1-м эшелоне – перемещение средств инвесторов в выпуски с более высокими купонами перед длинными праздниками. Кстати, 2-й эшелон облигаций вчера выглядел достаточно стабильно. Спросом пользовались **УВЗ-1** (+96п; YTM 9.23%), **Копейка-2** (+106п; YTM 16.91%), **УРСА-2** (+106п; YTM 10.58%).

В рубрике «торговые идеи» сегодня мы бы хотели обратить внимание на 5-й выпуск **Иркутской области**, который наравне с остальными облигациями данного региона входит в **Ломбардный список**, но предлагает заметную премию к собственной кривой:



Важным событием вчера стало исполнение холдингом **Марта** (NR) своих обязательств по оферте 2-го выпуска (объем 1 млрд. рублей, предъявлено 94% выпуска). Напомним, что в феврале 2008 г. предусмотрен пут-опцион по выпуску **Марта-3** (YTM 20.81%).

МК Евросервис (NR) пока не полностью погасила облигационный займ

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

Вчера, при погашении выпуска МК Евросервис-1 объемом 1.5 млрд. руб., эмитент перечислил платежному агенту лишь около 23% от номинальной суммы. (Источник: Ведомости).

В соответствии с законодательством (например, Приказ ФСФР от 25.01.07 N 07-4/пз-н) и проспектом эмиссии облигаций МК Евросервис, то, что произошло – это пока технический дефолт. Заемщикам обычно дается 7 дней для погашения купона (в данном случае купон уже вроде бы погашен) и 30 дней для исполнения обязательств по погашению номинальной стоимости.

В любом случае, по сути, это первое «настоящее» кредитное событие (credit event) в новейшей истории российского рынка облигаций, в том смысле, что до этого единичные случаи дефолтов или технических дефолтов не затрагивали сколько-нибудь широкий круг инвесторов (кстати, недавняя история с выпуском ОСМО Капитал завершилась благополучно – эмитент и единственный держатель приняли решение аннулировать выпуск; Источник – Reuters).

Облигации МК Евросервис, насколько мы понимаем, были достаточно «рыночным» выпуском 3-го эшелона, размещенным среди более чем 3-5 инвесторов. Сама компания – крупный импортер мяса, часть агропромышленной группы Евросервис. Евросервис характеризуется низким уровнем прозрачности. Компания имеет достаточно сложную юридическую структуру и при этом не публикует консолидированную аудированную отчетность, что затрудняет ее кредитный анализ. Мы предполагаем, что Евросервис имеет высокую долговую нагрузку, и в настоящий момент столкнулся с трудностями в рефинансировании долга.

Интересно, как будут развиваться события дальше. В частности: 1) найдет ли компания в ближайшие дни средства для того, чтобы расплатиться с кредиторами (за счет привлечения новых кредитов, продажи активов, средств акционеров); 2) равным ли будет распределение уже перечисленных средств между держателями облигаций; 3) как будут действовать держатели облигаций для защиты своих интересов. У российского рынка облигаций практически нет опыта действий в случае наступления дефолтов.

У сахарного дивизиона группы Евросервис тоже есть облигации (Сахарная компания-1, объем – 2 млрд. руб., котировки – 92.5; доходность – 37%). Вероятно, количество продавцов в этом выпуске сегодня увеличится.

ЭйрЮнион (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение облигационного займа альянса «ЭйрЮнион» объемом 2 млрд. рублей с офертой через полтора года. Эмитентом выступает SPV группы – ООО «ЭйрЮнион Эр Эр Джи». Это юридическое лицо в дальнейшем, предположительно, будет представлять интересы частных акционеров в альянсе AirUnion. Поручителем выбрана крупнейшая авиакомпания альянса – ОАО «КрасЭйр». Насколько мы понимаем, на нее приходится около 75% всех денежных потоков альянса.

Альянс AirUnion был создан в конце 2004 г. акционерами авиакомпании КрасЭйр. В него, помимо самого КрасЭйра, вошли также АК Домодедовские авиалинии, АК Самара, АК Омскавиа и АК Сибавиатранс. До недавнего времени компании альянса имели лишь общих акционеров и взаимодействовали на операционном уровне, но не были формально объединены в единую юридическую структуру.

Предполагается, что в ближайшие месяцы завершится процесс объединения всех авиакомпаний альянса в единый холдинг ОАО «ЭйрЮнион», доля государства в котором составит 45%. Вновь образованный авиаперевозчик станет третьей по величине авиакомпанией в России (доля на внутреннем рынке – около 17%) с авиапарком, включающим более 70 самолетов. Конечными бенефициарами альянса, помимо государства, станут братья Александр и Борис Абрамовичи (55%). Насколько мы понимаем, эти же

инвесторы недавно приобрели венгерскую авиакомпанию Malev (предположительно, с использованием заемного финансирования).

На наш взгляд, ключевыми рисками для потенциальных держателей предлагаемых облигаций являются:

- Высокий уровень долговой нагрузки, особенно с учетом забалансовых обязательств по лизингу (см. табл.)
- Значительный износ имеющегося авиапарка, высокие потребности в инвестициях
- Высокие отраслевые риски. Речь идет о волатильности транспортных потоков, жесткой конкуренции (в т.ч. от появляющихся дискаунтеров), существенных рисках регулирования. Во всем мире отрасль авиаперевозок считается одной из самых уязвимых с кредитной точки зрения.
- Слабая юридическая структура займа. Поручителем выступает лишь одна из компаний альянса

Среди факторов, которые частично компенсируют эти риски, мы отмечаем:

- Сильные позиции альянса на растущем рынке
- Предположительно высокий синергетический эффект от объединения авиаперевозчиков, входящих в альянс (+ Malev)
- Предположительно высокий профессионализм и знание отрасли ключевыми частными акционерами и менеджментом. Борис Абрамович производит впечатление достаточно «харизматичного» бизнесмена, хорошо знающего отрасль авиаперевозок.

Оценить возможности акционеров по поддержке компании в стресс-сценарии достаточно сложно. На наш взгляд, государство как миноритарий в создаваемом альянсе вряд ли предоставит такую поддержку. Что касается частных акционеров, то у нас нет подтвержденной информации об их финансовом положении. По нашим представлениям, уровень их «финансовой гибкости» не очень высок.

В текущих рыночных условиях, по нашему мнению, справедливая доходность по предлагаемым облигациям составляет около 15-17% годовых.

Ключевые финансовые показатели			
Млн. руб.	Все компании группы ЭйрЮнион, управленческая отчетность	Все компании группы ЭйрЮнион, управленческая отчетность	КрасЭйр РСБУ
	2006 г.	1П 2007 г.	9М 2007 г.
Выручка	22 797	9 834	10 715
ЕБИТДА	1 452	835	1 210
Чистая прибыль	249	186	10
Долг	8 207	8 275	6 523
Арендованные основные средства (лизинг)	н/д	н/д	12 683
Собственный капитал	1 583	1 602	648
Активы	19 931	21 897	13 321
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	6.4%	8.5%	11%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	5.6	4.9	4.0
Долг/Собственный капитал (x)	5.2	5.2	10.1
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	1.7	2.2	2.1

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.Lilis@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.