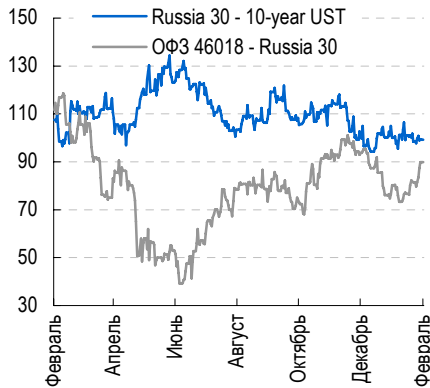


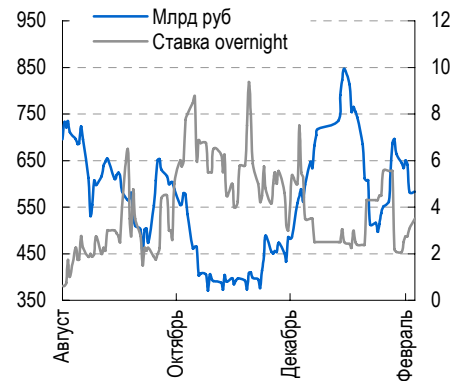
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 22 февраля 2007 г.

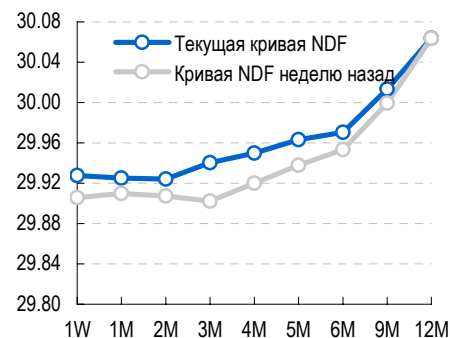
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

22 фев	Размещение руб.обл. Россельхозбанк
22 фев	Публикация индекса Jobless Claims
26 фев	Выплата акцизов, НДСПИ
26 фев	Рoadшоу Газпрома
27 фев	Размещение руб.обл. ТГК-6-Инвест-1
27 фев	Рoadшоу CLN Mirax Group
27 фев	Размещение руб.обл. Радионет-1
27 фев	Размещение руб.обл.СТОУН-Финанс

### Рынок еврооблигаций

- Источником новостей служит первичный рынок. **Транснефть** снизила ориентиры, **Альфа-Банк Украина** провел доразмещение, а **ВТБ** и **Газпром** озвучили планы по новым выпускам. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Вчерашние размещения прошли достаточно успешно. О сегодняшнем размещении **РСХБ-3** и перспективах выпуска **ВМУ-Финанс** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Вкратце: В группе компаний Альянс «Русский Текстиль» (NR) разгорелся акционерный конфликт.** Один из акционеров, владеющий 29% акций АРТ, обвиняет своих партнеров в попытке отобрать его долю, а также в незаконном получении кредитов. В частности, речь идет об одновременном использовании одного и того же имущества в качестве залога по нескольким кредитам, а также о занижении реального уровня задолженности более чем в 1.5 раза (Источник: Коммерсантъ). Учитывая крайне слабый кредитный профиль компании (высокий уровень конкуренции, низкая маржа, очень большая долговая нагрузка) и отсутствие у нее «запаса прочности», подобный конфликт может спровоцировать серьезные финансовые затруднения. Два выпуска облигаций АРТ сейчас торгуются с доходностью около 12-13%, что, наш взгляд, не отражает возросших кредитных рисков. Мы рекомендуем сокращать позиции в облигациях АРТ.
- Алкогольная компания Синергия (NR)** вчера рассказала о предварительных результатах за 2006 г., а также о дальнейшей стратегии развития. Компания планирует продолжить приобретение новых активов, что может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки. Однако, учитывая впечатляющие результаты Синергии по итогам непростого для отрасли 2006 года, а также планы по усилению рыночных позиций, привлечению акционерного капитала и скорой публикации отчетности по МСФО, мы оцениваем перспективы кредитного профиля компании скорее как умеренно-позитивные. (стр.3).
- Копейка (S&P B-) планирует привлечь дополнительные средства под свой портфель недвижимости** через sale-leaseback или секьюритизацию (Источник: RBCDaily). Оба сценария предполагают удаление недвижимости с баланса Копейки и получение компанией денежных средств от ее продажи. Это поможет Копейке профинансировать амбициозную инвестпрограмму без увеличения прямой долговой нагрузки. Однако, полностью избежать негативного влияния такой сделки на кредитный профиль компании не удастся (стр. 3).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.69	+0.01	-0.12	-0.01
EMBI+ Spread, бп	168	-2	-1	-1
EMBI+ Russia Spread, бп	99	-2	-1	+3
Russia 30 Yield, %	5.69	+0.01	-0.09	+0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.59	0	+0.02	+0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	384.1	-13.3	+20.8	-282.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	100.9	-13.4	-147.4	-13.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	23.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.58	+0.70	-	-
RUR/Бивалютная корзина	31.57	+1.64	+1.90	+1.89
Нефть (брент), USD/барр.	59.4	+1.4	+6.7	-1.3
Индекс РТС	1905	+11	+63	-5

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Данные по январской инфляции в США оказались чуть выше прогнозов, на что US Treasuries отреагировали ростом доходностей. Опубликованная стенограмма январского заседания **FOMC** не принесла каких-либо сюрпризов – члены комитента по-прежнему выражают озабоченность инфляцией, и будут следить за поступающими экономическими данными. По итогам вчерашнего дня доходность **10-летних UST** сложилась на уровне 4.69% (+2бп).

Спрэд **EMBI+** вчера сократился на 2бп до 168бп. Решение **Банка Японии** повысить учетную ставку никак не повлияло на рынок облигаций **EM**. Котировки ключевых выпусков практически не изменились.

В российском сегменте ничего примечательного вчера не происходило. Весь день выпуск **Russia 30** (YTM 5.69%) торговался в диапазоне 113.0 – 113 3/16, объемы торгов были небольшими. Спрэд к UST сохраняется на уровне 98-100бп.

Источником новостей вчера был первичный рынок. Интересным событием стало доразмещение выпуска украинской «дочки» Альфа-Банка **Alfa Bank Ukraine 09** (YTM 8.67%). Объем займа был увеличен в 2 раза до USD320 млн. Облигации доразмещались по цене 102.00, хотя до этого выпуск торговался около 102 3/8.

Кроме того, вчера до MS+55бп с MS+60бп был снижен ориентир по выпуску еврооблигаций **Транснефти** (A2/BBB+). Объем займа составит не менее USD1 млрд. Кроме того, о новых размещениях объявили **ВТБ** (A2/BBB+/BBB+) и **Газпром** (Ваа1/BBB-/BBB-). ВТБ хочет разместить транши в евро и британских фунтах. Выпуск Газпрома также будет состоять из нескольких траншей.

Сегодня в США не запланирована публикация какой-либо важной статистики (лишь **Initial Jobless Claims**). Предстоящие длинные выходные в России, вероятно, добавят «лености» в характер торгов в российском сегменте.

## Рынок рублевых облигаций

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

В рублевых облигациях основные события продолжают разворачиваться на первичном рынке, который вчера сигнализировал о наличии у инвесторов больших объемов «неосвоенных» средств.

Спрос на аукционе по размещению выпуска **ОФЗ 46021** почти в 2 раза превысил предложение, а средневзвешенная доходность сложилась на уровне 6.58% (совпадает с данным нами прогнозом). На вторичных торгах в госбумагах вчера спросом пользовались короткие ОФЗ (**25059** (YTM 6.24%), **27025** (YTM 5.19%), **46001** (YTM 5.67%)). Их котировки выросли примерно на 5бп. В длинном сегменте предложение было встречено остаточным спросом инвесторов, не купивших новый выпуск **46021** на аукционе.

В облигациях первого эшелона достаточно активные продажи мы наблюдали в **ФСК-5** (-7бп; YTM 7.17%). Кроме того, неагрессивные продажи были отмечены в **РСХБ-2** (YTM 7.53%). Вероятно, инвесторы готовились к сегодняшнему размещению более короткого выпуска **РСХБ-3**. Предварительные ориентиры организаторов указывали на уровень 7.50-7.60%. Очевидно, что по итогам аукциона доходность сложится на более низком уровне. Справедливую доходность нового выпуска мы видим около 7.35%.

Вчерашние корпоративные размещения прошли достаточно бодро. По итогам аукциона доходность выпуска **Газпром-9** (YTM 7.35%) сложилась на уровне 7.36% (купон 7.23%). Позже «на форвардах» его котировки выросли до 100.05-100.10. После окончания размещения покупки были отмечены в соседнем **Газпром-8** (+2бп; YTM 7.09%).

«Справедливое» место на кривой доходности занял выпуск **Копейка-3** (YTP 9.53%) – ставка купона по этим облигациям была зафиксирована вчера на уровне 9.80% (ориентиры организатора – 10%). К концу дня выпуск торговался «на форвардах» по цене 99.95. Мы в очередной раз обращаем внимание на «редкую» для рынка и удобную для инвесторов структуру данного выпуска.

Ставка купона по облигациям **СУ-155** по итогам аукциона сложилась на уровне 10.30% (УТР 10.57%), что заметно ниже наших оценок справедливых уровней (см. вчерашний Утренний комментарий). Результаты этого аукциона спровоцировали покупки в облигациях **Миракс-2** (+30бп; УТМ 10.33%).

Во втором эшелоне вчера также пользовался спросом выпуск **Татфондбанк-3** (+43бп; УТР 9.49%). К концу дня стало известно, что он включен в список А1. Также сохраняется интерес к выпускам **Интегра-1** (+6бп; УТМ 10.44%) и **Интегра-2** (+3бп; УТР 10.60%) на новостях об успехе IPO компании.

Мы хотели бы обратить внимание на выпуск **ВМУ-Финанс-1** (УТР 12.46%), котировки которого вчера провалились примерно на 80бп. Насколько мы понимаем, технически не самое удачное размещение данного выпуска приводит к продажам со стороны одного из крупных держателей. Вместе с тем, по фундаментальным характеристикам компания выглядит очень достойно. Для сравнения облигации схожих по кредитному профилю компаний **Дорогобуж-1** (УТМ 8.77%) и **Куйбышевгазот-2** (УТМ 8.83%) предлагают доходность ниже 9.00%, хотя имеют значительно более длинную дюрацию. На фоне мощного спроса на понятные имена во 2-3 эшелонах мы ожидаем роста котировок **ВМУ-Финанс-1**, как только рынок «переварит» временные «технические» продажи.

## Синергия (NR) рассказала о результатах за 2006 г. и планах развития

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

Вчера группа «Синергия» провела встречу с инвесторами. Основным докладчиком был Председатель Правления Александр Мечетин. Ниже представлены наши заметки о наиболее интересных фактах, озвученных в ходе встречи:

- Группа является одним из ключевых участников алкогольного рынка страны, занимая 4 место по итогам 2006 г. В прошедшем году Синергия увеличила производство крепкого алкоголя на 64%, доведя его до 5 млн. дал. Значительный вклад в рост внесли приобретения новых предприятий (ЗАО РООМ в Нижегородской области и Мариинский ЛВЗ в Кемеровской области). На сегодняшний день, предприятия группы представлены в 6 регионах страны.
- В 2006 году выручка Синергии, по предварительным оценкам самой компании, составила 8.4 млрд. руб. Показатель EBITDA превысил 1 млрд. руб. (EBITDA margin 12-13%). Около трети EBITDA генерируют «непрофильные» бизнес-сегменты группы – производство продуктов питания (сильные позиции в производстве молока на Дальнем Востоке) и сеть магазинов по продаже алкоголя. К 2010 г. группа планирует продать бизнес по производству продуктов питания, полностью сосредоточившись на производстве крепкого алкоголя.
- По итогам 2006 г., совокупный долг группы составил около 4.3 млрд. руб. (Долг/EBITDA около 4.0x). Рост долговой нагрузки связан в первую очередь с финансированием поглощений.
- В 2007 году Синергия планирует увеличить выручку и объем производства алкоголя в 1.5 раза (до 13 млрд. руб. и 7.5 млн. дал, соответственно) – за счет органического роста и новых приобретений. Инвестиционная программа на 2007 г. составляет около USD50-80 млн. долл. Планируется, что эти средства будут привлечены через размещение CLN или нового рублевого займа.
- Аудированную отчетность по МСФО Синергия планирует подготовить к 15 мая. Оказывается, группа готовит отчетность по международным стандартам уже с 2003 г. Начиная с этого года, Синергия планирует готовить и промежуточную полугодовую отчетность по МСФО.
- В октябре 2007 года Синергия планирует провести IPO и разместить около 20-25% акций допэмиссии. Средства, привлеченные от размещения, будут направлены на дальнейшее развитие. Скорее всего, это будут приобретения в странах СНГ.

Принимая во внимание достаточно агрессивные инвестиционные аппетиты группы, мы предполагаем, что в течение 2007 г. долговая нагрузка Синергии по меньшей мере не снизится. Однако, учитывая впечатляющие результаты группы по итогам непростого для отрасли 2006 года, а также планы по укреплению рыночных позиций, привлечению акционерного капитала и скорой публикации отчетности по МСФО, мы оцениваем перспективы кредитного профиля компании скорее как умеренно-позитивные.

Выпуск облигаций **Синергия-1** (12.62% к оферте в октябре 2007 г.), котировки которого несколько недель назад «просели» до 91% от номинала (вероятно, сказалось закрытие лимита кем-то из участников рынка на фоне новостей о проблемах в отрасли, спровоцированных изменениями в законодательстве), на сегодняшний день восстановились до 99.0%. Мы считаем текущие уровни близкими к справедливым.

Ключевые финансовые показатели группы «Синергия»			
Млн. руб.	2004*	2005 *	2006 **
Выручка	3 035	4 300	8 419
ЕБИТДА	224	511	1 079
Чистая прибыль	83	328	564
Долг	430	711	4 300
Собственный капитал	1 149	1 644	-
Активы	2 267	3 676	-
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	7.4%	11.9%	12.8%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	1.92	1.39	3.99
Долг/Собственный капитал (x)	0.37	0.43	-
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	4.24	8.92	5.95

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка \* по данным отчетности МСФО \*\* неаудированная отчетность группы РСБУ

## Копейка (В-) планирует продать недвижимость для финансирования инвестиций

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

Копейка планирует привлечь дополнительные средства под свой портфель недвижимости через sale-leaseback или секьюритизацию (Источник: RBCDaily).

Оба сценария предполагают удаление недвижимости с баланса Копейки и получение компанией денежных средств от ее продажи. Это поможет Копейке профинансировать амбициозную инвестпрограмму без увеличения прямой долговой нагрузки.

Однако, полностью избежать негативного влияния такой сделки на кредитный профиль компании не удастся. Во-первых, при консервативном подходе обязательства по лизингу или обратному выкупу недвижимости также можно рассматривать как долг. Во-вторых, продажа недвижимости (достаточно ликвидного актива) снижает перспективы recovery в случае кредитного события (правда, для держателей облигаций это не так критично, ведь их требования все равно субординированы по отношению к требованиям обеспеченных кредиторов). В-третьих, данная операция окажет негативное влияние на операционную маржу компании (амортизация замещается арендными платежами).

Мы продолжаем считать, что кредиторы Копейки имеют важное преимущество перед держателями облигаций других компаний продуктовой розницы, сопоставимых с Копейкой по самостоятельным кредитным характеристикам. Данное преимущество заключается в высокой вероятности поддержки компании со стороны сильного акционера – ФК Уралсиб. Из облигаций Копейки больше всего нам нравится размещенный вчера займ. Его «редкая» для российского рынка структура позволяет инвесторам получить ценовой upside в случае укрепления компанией кредитного профиля, при этом иметь защитный опцион на случай его ухудшения.



Финансовая группа МДМ  
Инвестиционный департамент  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

**Управляющий директор, Начальник Управления 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

**Управляющий департамента аналитики****Алекс Кантарович, CFA**

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

**Анализ рынка облигаций и кредитного риска**

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

**Металлургия**

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

**Нефть и газ**

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

**Стратегия, экономика, банки**

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

**Телекомы**

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

**Редакторы**

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

**Потребительский сектор**

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

**Электроэнергетика**

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@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.

© 2006, 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.