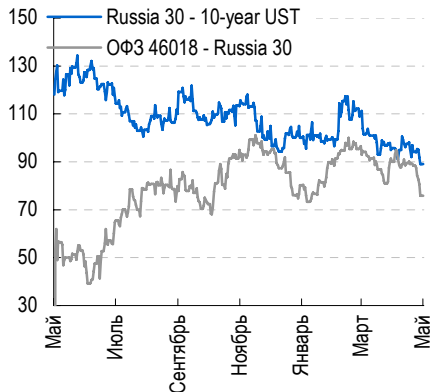


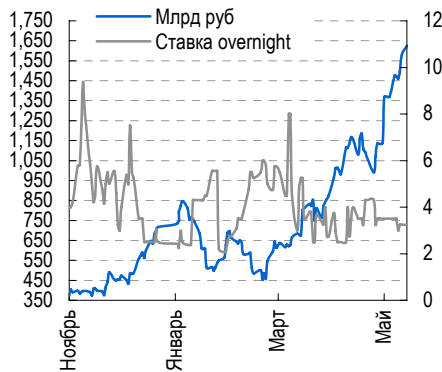
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 22 мая 2007 г.

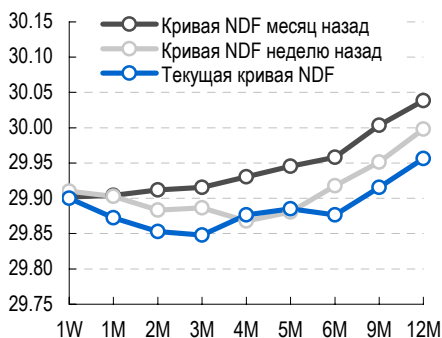
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

21 мая	Выплата НДС
22 мая	Размещение руб.обл. Сэтл Групп-1
22 мая	Размещение руб.обл. Девелопмент-Юг-1
23 мая	Размещение руб.обл. Объед.Кондитеры-1
23 мая	Durable Goods Orders в США
23 мая	Размещение руб.обл. Бахетле-1
23 мая	Размещение руб.обл. АИЖК-1А,2Б,3В
24 мая	Размещение руб.обл. Промсвязьбанк-5

### Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** скорректировались вниз. Первичный рынок: **НБ ТРАСТ** разместился справедливо. Другие новости первичного рынка (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- О новых купонах по **Транскапиталбанк-1** и размещении **Волгоградской области**. Еще два выпуска дебютируют сегодня на вторичных торгах (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Объединенные кондитеры (NR): комментарий к размещению.** (стр.3)
- Бахетле (NR): комментарий к размещению.** (стр. 3)
- Вкратце: РТМ, девелоперская «дочка» холдинга Марта (NR), имеет хорошие шансы успешно завершить IPO.** Как сообщает Рейтер со ссылкой на свои источники, книга заявок на акции переподписана более чем в 2 раза и будет закрыта сегодня. На наш взгляд, эта сделка существенно увеличит ликвидность и снизит риски рефинансирования для группы Марта в целом. В связи с этим мы по-прежнему считаем привлекательными облигации Марта-Финанс-1 и Марта-Финанс-3 (котировки  $\approx 96.0$ ;  $YTW \approx 20\%$ ) с точки зрения риск/доходность.
- Вкратце: ТМК (B2/B+) отчиталась о результатах по МСФО за 2006 г.** Выручка компании в прошлом году составила USD3.4 млрд., показатель EBITDA – USD793 млн., соотношение Чистый долг/EBITDA – чуть ниже 1.0x. В настоящий момент ключевые риски для кредиторов ТМК связаны с M&A аппетитами компании (заявленный бюджет поглощений на 2007 г. – USD2 млрд., возможный альянс с Интерпайп). Мы не считаем эти риски серьезными. В любом случае, потенциал сужения спрэдов в облигациях ТМК исчерпан, особенно после недавнего включения рублевых выпусков в котировальный список A1.
- Вкратце: Росинтер Ресторантс (NR) проводит IPO,** в ходе которого основной акционер планирует продать акции примерно на USD125 млн. Около половины этой суммы будет направлено на выкуп допэмиссии акций. Это, безусловно, позволит укрепить баланс компании. Более ликвидный 3-й выпуск облигаций Росинтера сейчас торгуется на уровне 10.5% к оферте в ноябре 2007 г., что выглядит вполне привлекательно за полугодовой риск такой компании. По итогам 2006 г. соотношение Долг/EBITDA Росинтера составило около 3.0x.
- Вкратце: Последние высказывания Президента В.Путина и представителей правительства относительно инфляции (цель в 8.0% не будет превышена) и укрепления рубля (пока не воздействует отрицательно на экономику) увеличивают вероятность того, что ЦБ в очередной раз позволит рублю укрепиться.** Изменения формы кривой NDF подтверждают это.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.80	+0.05	+0.15	+0.10
EMBI+ Spread, бп	151	-4	-11	-18
EMBI+ Russia Spread, бп	86	-6	-11	-10
Russia 30 Yield, %	5.69	+0.02	+0.06	+0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.45	-0.03	-0.08	-0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	430.2	-49.2	-27.7	-235.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1194.2	+94.8	+496.4	+1079.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	91.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.86	-0.38	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	69.4	-0.9	+2.9	+8.7
Индекс РТС	1860	+17	-112	-50

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

В отсутствие каких-либо данных по американской экономике доходность **10-летних US Treasuries** вчера скорректировалась вниз до 4.78% (-2бп). До четверга никакой важной статистики в США не выходит.

Облигации EM вчера остались на месте, в результате чего спрэд **EMBI+** расширился на 2бп до 153бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.72%) сейчас торгуется на уровне 113.00, UST+92бп. На корпоративном рынке мы видели спрос на длинные банковские облигации: **NOMOS 16** (YTM 9.88%), **PROMBK 12** (YTM 8.88%), **MDM 11** (YTM 8.33%). Правда, на их котировках это никак не отразилось.

Вчера было завершено размещение облигаций **Национального Банка ТРАСТ** (B1/B-). Объем выпуска составил USD 200 млн., срок – 3 года, купон – 9.375%, что чуть ниже первоначальных ориентиров. Но выглядит справедливо: доходность обращающегося сейчас на рынке выпуска **TIBRU 09** (ИБ ТРАСТ) составляет 9.25%. Высокий спрос выпуску обеспечила идея скорой продажи банка иностранцам. Также стало известно о завершении размещения **CLN Газбанка** (B2) объемом USD 100 млн. Напомним, что размещение началось еще в апреле. Первоначальные ориентиры по купону были объявлены на уровне 9.50%, а затем – повышены до 9.75%. На этом уровне сделка и закрылась. Структура выпуска – 3 года с 2-летним пут-опционом.

На первичный рынок в течение недели выйдет дебютный выпуск еврооблигаций **Всеукраинского Акционерного Банка** (B-) с погашением в 2010 году. Ориентиры по купону составляют 10.25%.

## Рынок рублевых облигаций

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

Низкие ставки и высокий объем рублевой ликвидности продолжают толкать вверх котировки ОФЗ и облигаций первого эшелона. В сегменте госбумаг спросом пользовались длинные выпуски серий **46018** (YTM 6.44%), **46021** (YTM 6.40%) и **46020** (YTM 6.75%) – их котировки выросли примерно на 10-15бп. В корпоративном секторе мы отметили покупки в выпусках **МосОбласть-6** (+11бп; YTM 6.80%), **ФСК-5** (+15бп; YTM 7.01%), **РЖД-5** (+7бп; YTM 6.43%), **РСХБ-3** (+7бп; YTM 7.13%).

Вчера была объявлена новая годовая оферта по выпуску **Транскапиталбанк-1** (YTP 9.73%), а купоны на этот срок зафиксированы в размере 9.2% (ранее 10.50%). Таким образом, доходность к новой дате составит около 9.54% (Z-свопы+516бп). Если забыть про низкую ликвидность выпуска (объем займа – всего 800 млн. рублей), то новые ориентиры выглядят привлекательно – для сравнения, заметно более длинный выпуск еврооблигаций **TRACAP 10** (YTM 8.55%) торгуется на уровне Z-свопы+335бп.

Кроме того, до погашения в ноябре 2008 г. были зафиксированы купоны по выпуску **Югтранзитсервис-2** (YTP 26.25%), купонная ставка осталась прежней – 11.50%. Исходя из текущих котировок (bid 99.50), доходность к погашению составит около 12.21%. Похоже, что значительная часть держателей выпуска все же предпочтет предъявить его к оферте.

Сегодня на вторичные торги выходят облигации **Разгуляй-3** (YTP 11.00%) и **Севкабель-3** (YTP 11.73%). В текущих условиях «переликвидности» оба выпуска имеют шансы на рост котировок.

Сегодня же состоится размещение облигаций **Волгоградская область-6** (ruA+). Объем займа 1 млрд. рублей, срок – 5 лет, структура выпуска предполагает амортизацию и step-down купон. Дюрация облигаций, по нашим расчетам, составит около 3.35 лет. На рынке сейчас обращаются три займа Волгоградской области, правда, все они – более короткие и неликвидные. Ориентируясь на них, мы оцениваем справедливый спрэд нового выпуска к Z-кривой свопов на уровне не более 200бп (8.38%). Правда, сопоставимые по дюрации облигации Якутии, имеющей такой же рейтинг от S&P, торгуются на уровне 7.30% (правда, они более ликвидны и входят в список A1).

## Объединенные кондитеры (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа холдинга Объединенные кондитеры объемом 3 млрд. рублей с офертой через 3 года и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает SPV – ООО «Объединенные кондитеры-Финанс». Поручителями являются крупнейшие производственные компании группы: ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь», ОАО «Кондитерский концерн Бабаевский», ОАО «РОТ ФРОНТ», а также ООО «Холдинговая компания «Объединенные кондитеры».

Объединенные кондитеры (ОК) – крупнейший производитель кондитерских изделий в России, созданный в 2001 г. и объединяющий 15 предприятий, в т.ч. РОТ ФРОНТ, Красный Октябрь и Бабаевский. Доля ОК на российском рынке по итогам 2006 г. составляла 14% в стоимостном выражении (АСNielsen). Акционерами ОК являются Группа ГУТА (75% - 1 акция) и Правительство Москвы (25%+1 акция).

У кредитного профиля ОК очень много достоинств, среди которых – сильные рыночные позиции, мощный портфель брендов, развитая система дистрибуции, высокий уровень финансовой прозрачности, достойный состав акционеров, низкая долговая нагрузка и высокий уровень инвестиционной привлекательности активов (в т.ч. занимаемых предприятиями ОК земель в центре Москвы). Нам нравится и структура облигационного займа, в которой присутствуют поручительства от ключевых операционных компаний.

Насколько мы понимаем, инвестиционные аппетиты ОК достаточно умеренны (около 5-6 млрд. руб. до 2010 г.) и в значительной степени могут быть профинансированы за счет собственного операционного денежного потока. Как следует из документации к размещению, расходы, связанные с переносом части производственных мощностей (Красный Октябрь), будут компенсированы акционерами, планирующими осуществить крупные девелоперские проекты на освобожденной территории.

Мы считаем, что ОК является представителем «крепкого» второго эшелона, близким по кредитным характеристикам к компании ВБД. Справедливый спред над NDF/CCS мы оцениваем на уровне 200-215бп, что соответствует доходности в диапазоне 8.10-8.25%.

### Ключевые финансовые показатели группы Объединенные кондитеры, МСФО

Млн. руб.	2004	2005	9М2006 неаудир.
Выручка	16 482	18 015	13 023
Операционная прибыль	2 223	2 636	1 547
ЕБИТДА	2 668	3 101	1 947
Чистая прибыль	1 452	1 922	1 133
Долг	550	546	880
Собственный капитал	6 077	8 349	9 478
Активы	8 654	10 984	13 162
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	16.1%	17.2%	15%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.2	0.18	0.34
Долг/Собственный капитал (x)	0.09	0.06	0.09

*Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка*

## Бахетле(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы Бахетле объемом 1 млрд. рублей с офертой через год и погашением через 3 года. Эмитентом выступает ООО «Бахетле-1»- оператор сети супермаркетов и управляющая компания группы. Поручителями являются 3 компании-держателя недвижимости группы: ООО «Крез и К», ООО «Бахетле-3», ООО «Бахетле», а также ООО «Бахетле-Агро» - компания, занимающаяся производством и реализацией сельскохозяйственной продукции.

Группа «Бахетле» – национальная сеть супермаркетов премиум-класса в республике Татарстан. На сегодняшний день группа объединяет 10 магазинов, 7 из которых расположены в Казани, и по одному – в Нижнекамске, Набережных Челнах и Москве. До 2010 года она планирует открыть еще 19 магазинов, в том числе 9 – в Москве. Отличительной особенностью группы является высокая доля торговых площадей, находящихся в её собственности: 7 из 10 супермаркетов. Дальнейшее развитие компания планирует осуществлять также преимущественно за счет собственных торговых площадей. Помимо основного бизнеса группа включает в себя непрофильные компании, занимающиеся производством продуктов, традиционных для национальной татарской кухни, арендой недвижимого имущества, собственный агрокомплекс, а также ювелирные салоны, кафе и рестораны. Доля непрофильных бизнесов в совокупной выручке не превышает 5%. Конечным бенефициаром группы выступает ее генеральный директор.

Важной особенностью бизнес-модели Бахетле является специализация на собственной выпечке, которая приносит сети около трети выручки, занимая при этом лишь 2% в структуре товарного ассортимента магазинов.

По своему кредитному профилю Бахетле напоминает нам другую региональную сеть – Матрица. Обе сети базируются в регионах с повышенными политическими рисками, где для успеха бизнеса исключительно важны благоприятные отношения с администрацией (Башкортостан и Татарстан, соответственно). У обеих сетей достаточно высокая маржа (за счет относительной закрытости региона и низкой конкуренции) и значительная доля торговых площадей в собственности. И у Бахетле, и у Матрицы есть достаточно заметные активы помимо продуктовой розницы.

Нам сложно судить о качестве корпоративного управления в обеих компаниях (считаем его сопоставимым). Что же касается прозрачности, то, насколько мы понимаем, Матрица более близка к переходу на МСФО. При этом у Матрицы и более высокий уровень долговой нагрузки. Но и у Бахетле он тоже достаточно значителен. В обоих случаях это частично компенсируется крупным портфелем недвижимости в собственности.

Ориентиры организаторов займа на уровне 11.6-12.2% к годовой оферте выглядят справедливыми по верхней границе. Напомним, что купон по выпуску Матрица-Финанс-1 составляет сейчас 12.32%. После достаточно сильного провала котировок выпуск Матрицы по-прежнему торгуется ниже номинала (более подробно о Матрице и ее облигациях см. в нашем обзоре по Distressed Debt от 12 апреля).

#### Ключевые финансовые показатели группы «Бахетле», управленческая отчетность

Млн. руб.	2005	2006
Выручка (с учетом НДС)	2 292	3 253
Операционная прибыль	-	430.5
ЕБИТДА	-	352
Чистая прибыль	-	72
Долг	892	1 625
Собственный капитал	728	1 332
Активы	1 872	3 282
<b>Ключевые показатели</b>		
ЕБИТДА margin (%)	-	10.8%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	-	4.6
Долг/Собственный капитал (x)	1.23	1.22

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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**

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**

Джордж Лиллис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@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.