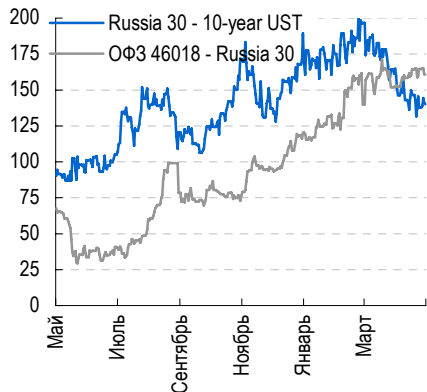
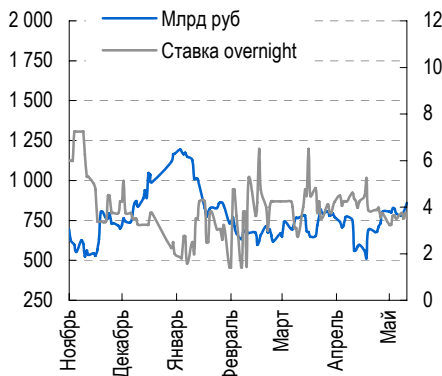


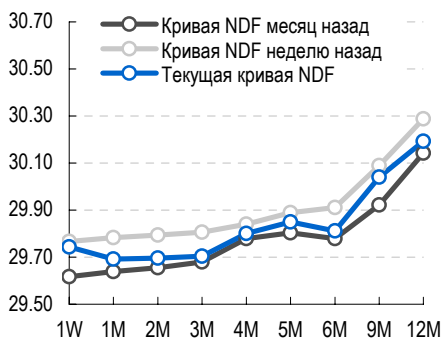
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 май	Размещение руб. обл. НС-Финанс-1
23 май	Статистика по вторичному рынку жилья США
23 май	Размещение руб. обл. Сенатор-1
23 май	Размещение руб. обл. Нац.Капитал-2
23 май	Размещение руб. обл. Корп.Железобетон-1
26 май	Уплата акцизов, НДС
27 май	Индекс цен на недвижимость S&P/CS
27 май	Размещение руб. обл. СЗ Телеком-5

Рынок еврооблигаций

- Инфляционные ожидания в США крепнут день ото дня
- Первичный рынок: Транскредитбанк, Альфа-банк Украина (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Очередной технический дефолт
- На вторичном рынке сохраняется оптимизм. О выпуске СЗТ-5 (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Синергия (NR) показала хорошие результаты за 2007 г. по МСФО (стр. 4)
- ИжАвто (NR) заявляет, что принято решение о вхождении предприятия в альянс АвтоВАЗ-Renault-Nissan. Представитель АвтоВАЗа подтвердил заинтересованность в ижевском заводе, но уточнил, что аудит ИжАвто пока не завершился, и окончательные условия сделки еще не согласованы (Источник: Reuters). Участники рынка вчера отреагировали на эти новости покупками облигаций ИжАвто – их доходность снизилась с 12% до 11%. Мы рекомендуем инвесторам быть осторожными в своих спекуляциях, т.к. вероятность заключения данной M&A-сделки по-прежнему далека от 100%. Мы оцениваем ее на уровне 70%. ИжАвто имеет высокую долговую нагрузку, связанную с большими потребностями в финансировании оборотного капитала и низкой рентабельностью. Важным фактором кредитного профиля ИжАвто является его связь с материнской группой СОК. Насколько мы понимаем, СОК неплохо зарабатывает на дистрибуции продукции ИжАвто, но, в то же время, в случае необходимости может оказать поддержку одному из своих основных активов.
- KD Group (NR) отчиталась за 2007 г. по МСФО. За прошедший год девелоперская группа увеличила выручку более чем в 2 раза до 2.5 млрд. руб. Показатель EBITDA без учета неденежной прибыли от переоценки активов составил 833 млн. руб. (margin 33.5% против 22.9% в 2006 г.). Рост операционной прибыли связан с улучшением конъюнктуры цен на недвижимость, а также с увеличением объема вводимых площадей. Долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА составила 1.8x (в 2006 г. – 3.4x). Реакция в коротком малоликвидном выпуске Камская Долина -3 (УТР 15.29%) маловероятна.
- Вкратце: S&P пересмотрело прогнозы рейтингов Транскредитбанка (BB) и Банка Петрокоммерц (B+) со «Стабильного» на «Позитивный».

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.81	+0.03	+0.08	-0.22
EMBI+ Spread, бп	258	-3	-12	+19
EMBI+ Russia Spread, бп	148	-3	-20	+1
Russia 30 Yield, %	5.22	0	-0.12	-0.29
ОФЗ 46018 Yield, %	6.83	-0.04	-0.03	+0.36
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	579.7	-75.5	+120.0	-308.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	279.3	+103.6	+178.7	+164.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	42.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.42	-0.35	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.71	+0.01	+0.10	+0.07
Нефть (брент), USD/барр.	132.7	+4.9	+16.8	+38.8
Индекс РТС	2468	+15	+302	+177

Рынок еврооблигаций

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

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ В США КРЕПНУТ ДЕНЬ ОТО ДНЯ

В среду инвесторы увидели упоминания о высокой инфляции в стенограмме заседания **ФРС** и новые рекорды цен на нефть, а вчера «масла в огонь» подлил **Билл Гросс** (облигационный гуру из суперфонда **PIMCO**), заявивший, что из-за методики расчетов инфляция в **США** «занижается» минимум на 1%. В сочетании с оказавшимися лучше ожиданий цифрами по безработице и умеренным ростом на рынке акций, инфляционные ожидания стали поводом для активных продаж в **UST**. Доходности **2-летних UST** выросли на 13бп до 2.53%, **10-летних** – на 10бп до 3.91%. Примечательно, что опубликованный вчера отрицательный **индекс цен на недвижимость** за март был участниками рынка практически проигнорирован.

Спрэды облигаций развивающихся рынков сужаются (**EMBI+** сократился на 7бп до 251бп), но происходит это в основном за счет продаж в **UST**. Большинство суверенных бенчмарков **EM** завершили день в минусе. «Лучше рынка» выглядели облигации **Венесуэлы**, чьим котировкам оказали поддержку слухи о намерениях правительства выкупить часть бондов досрочно.

Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 5.29%) двигался «вместе с рынком»: вчера его котировки снизились примерно на 1/2пп до 115 1/8 – 115 3/8, а сегодня достигли отметки в 114 5/8. Спрэд к **UST** технически сузился до 139бп, но сегодня утром вернулся к значениям в 140-142бп. В корпоративном секторе некоторые инвесторы фиксировали прибыль, но «крепкий» рынок не дал котировкам существенно снизиться. Активность концентрируется в более-менее «свежих» выпусках – **EVRAZ 18** (УТМ 9.11%), **VIP 18** (УТМ 8.56%), **RSHB 14** (УТМ 6.89%) и **RSHB 18** (УТМ 7.60%). Последние два торговались вчера в коридоре от 100 3/4пп до 101 3/8пп.

В **США** сегодня будет опубликована статистика по вторичному рынку жилья.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК: АЛЬФА-БАНК УКРАИНА, ТРАНСКРЕДИТБАНК

О намерении разместить новый выпуск еврооблигаций вчера объявил **Транскредитбанк** (Ва3/ВВ). Заявленный объем – от 250 млн. долл. Размещение, ориентировочно, состоится на следующей неделе (Источник: Reuters). Вчера же агентство **S&P** своевременно пересмотрело прогноз по рейтингу банка на «Позитивный» (эмитенты традиционно просят рейтинговые агентства обновить мнение по рейтингам перед выходом на рынок).

Альфа-Банк Украина (В2) более чем удвоил объем выпуска **ALFAUA 10**, доразместив еврооблигации на 250 млн. долл. по цене 97 ½ пп (10.56%). На наш взгляд, ценовой уровень выглядит весьма привлекательно – до объявлений о доразмещении котировки выпуска достигали 98 1/2 пп (10.03%). Более короткие облигации материнского банка **ALFARU 09** торгуются с доходностью 7.03%.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ОЧЕРЕДНОЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ ДЕФОЛТ

Самыми интригующими событиями вчерашнего дня были оферта по выпуску **СахарКо-1** и погашение облигаций **Марта-1**. В первой случае все прошло гладко – компания выкупила облигации у всех пожелавших воспользоваться опционом (порядка 50% займа). А вот в случае с **Мартой** инвесторы были вынуждены констатировать технический дефолт – денег вчера они не получили. Как следует из заметки в сегодняшних **Ведомостях**, г-н Трефилов (основной акционер компании) обещает расплатиться с инвесторами сегодня.

Это уже не первое событие подобного рода. В декабре прошлого года технический дефолт по своим облигациям допустила **МК Евросервис**, правда, тогда инвесторы в первый день погашения получили 23% от номинальной суммы. Мы надеемся, что **Марта** также, в конце концов, исполнит свои обязательства. Вчера фактически последний из остающихся на рынке **3-й выпуск компании** с офертой в августе этого года потерял в цене порядка 1п.п. (87.5пп; УТР 119%). Мы искренне желаем, чтобы компания нашла выход из затруднительного финансового положения. Однако мы ни в коем случае не рекомендуем приобретать облигации Марты: риск того, что растущий (из-за «капитализируемых» процентов) долг холдинга превысит или уже превышает «ликвидационную» стоимость активов (которая может быть ниже «справедливой» из-за стресса, в т.ч. многочисленных судебных разбирательств) по-прежнему очень велик.

В РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЯХ ПОКА «ПРАВЯТ БАЛ» ОПТИМИСТЫ

Приближение очередного этапа налоговых выплат (в понедельник **НДПИ**), похоже, абсолютно не смущает инвесторов в рублевые облигации – покупки продолжают. В отдельных выпусках появляются офера, однако такое ощущение, что в большинстве случаев это связано с намерением «переложиться» в облигации с более высокой доходностью.

В **1-м эшелоне** котировки вчера подросли еще примерно на 20бп. Среди выпусков **2-3 эшелонов** больше всего в цене прибавили **ИжАвто-2** (УТМ 11%, см. комментарий на 1-й странице) и **Восточный экспресс-1** (УТР 15.78%, +40бп). Рекомендуем обратить внимание на последний выпуск - за последние два дня он вырос примерно на 1п.п. Напомним, в марте этого года по оферте банк был вынужден выкупить большую часть займа, после чего начал «возвращать» его в рынок. Похоже, что сейчас бумага у **Восточного экспресса** закончилась, т.е. «навес» предложения исчез. Поэтому его котировки могут продолжить рост – рублевый евробонд банка сравнимой дюрации **VOSEXP 09** торгуется сейчас на уровне 12%.

О ВЫПУСКЕ СЗТ-5

На следующей неделе состоится размещение 5-го выпуска **Северо-Западного Телекома** (BB-/BB-). Это будет «флоатер» с 2-летней офертой. Квартальный купон будет привязан к 3-месячному **MosPrime**, организатор ориентирует на процентную ставку в размере 9.10-9.30% (или 270-290бп к бенчмарку). Условия, на наш взгляд, довольно привлекательны – обращающиеся на рынке выпуски **СЗ Телеком-3** (УТР 8.93%) и **СЗ Телеком-4** (УТР 9.04%) торгуются со спрэдом около 135-145бп к рублевым **IRS** (обмен 3М MosPrime на фиксированную ставку). Однако, в силу специфики **FRN**, рассчитывать на существенный рост котировок не приходится (дюрация 3 мес.). На наш взгляд, спрос на этот выпуск не будет ажиотажным, т.к. российские инвесторы предпочитают облигации с фиксированными купонами.

Группа Синергия (NR): хорошие результаты за 2007 г. по МСФО

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

Синергия – один из лидеров российского алкогольного рынка – вчера опубликовала результаты работы в 2007 г. по международным стандартам. В отчетном периоде группа продемонстрировала рост выручки, рентабельности и укрепление показателей долговой нагрузки.

В 2007 г. выручка компании без учета акцизов и НДС возросла до 11.35 млрд. руб. (+58.4%), что было обусловлено как органическим ростом алкогольного направления, так и приобретением новых активов. В июне 2007 г. Синергия приобрела компанию «Традиции качества», основным производственным активом которой является ликеро-водочный завод мощностью 2 млн. дал в год. Кроме того, в результате сделки Синергия стала владельцем брендов «Беленькая» и «Аз», имеющих федеральную дистрибуцию и сильные рыночные позиции.

Эффект от увеличения масштабов бизнеса (логистика, маркетинг, возможность производства любого брэнда в любом регионе) и постепенное смещение в более премиальные сегменты позволило увеличить валовую рентабельность до 34.3% (+6.5%). Однако из-за высоких расходов на продвижение продукции рентабельность по EBITDA почти не изменилась. В дальнейшем Синергия ожидает роста EBITDA margin за счет получения отдачи от активной рекламной компании.

В ноябре 2007 г. Синергия провела IPO, в ходе которого привлекла около 170 млн. долл. Размещение акций способствовало тому, что, несмотря на M&A-активность, кредитные метрики компании не только не ухудшились, а напротив, продемонстрировали улучшение (1.8x в терминах «Чистый долг/EBITDA»). Из-за того, что результаты «Традиций качества» консолидируются в отчетность Группы лишь со 2-го полугодия 2007 г., показатели выручки и операционной прибыли по МСФО «занижают» реальный масштаб денежных потоков группы. В случае составления pro forma отчетности, мы бы увидели более высокие цифры в P&L'e, и, как следствие, – еще более заметное снижение показателя «Чистый долг/EBITDA».

Компания не раскрывает свои инвестиционные аппетиты на 2008 г., но можно предположить, что Синергия продолжит покупать активы. В начале года группа приобрела водочный брэнд «Мягков» и систему его дистрибуции. По оценкам СМИ, сумма сделки могла составить порядка 80 млн. долл.

Насколько мы понимаем, внутренняя финансовая политика компании предполагает удержание долговой нагрузки на уровне 3.0x в терминах «Чистый долг/EBITDA». Этот ориентир учитывается при принятии инвестиционных решений. Благодаря тому, что Синергия – публичная компания (капитализация 730 млн. долл.), при необходимости M&A-сделки могут частично или полностью оплачиваться акциями.

В настоящее время короткие выпуски Синергия-1 и Синергия-2 торгуются на уровне 11.8-11.9%. На наш взгляд, в текущей конъюнктуре эти уровни близки к справедливым с точки зрения риск/доходность. Обращаем ваше внимание, что МДМ-Банк выступал организатором 2-го выпуска облигаций Синергии и соорганизатором IPO.

Ключевые финансовые показатели группы «Синергия», МСФО

млн. руб.	2006 г.	2007 г.	изменение
Выручка	7 166	11 352	+58.4%
Валовая прибыль	1 990	3 899	+95.9%
ЕБИТДА	1 080	1 760	+63.0%
Чистая прибыль	691	896	+29.7%
Чистый долг*	2 650	3 183	+20.1%
Капитал	2 153	7 068	+228.3%
Активы	7 592	14 583	+92.1%
Ключевые показатели			
Gross margin	27.8%	34.3%	+6.5 п.п.
ЕБИТДА margin (%)	15.1%	15.5%	+0.4 п.п.
Чистый долг/ ЕБИТДА (x)	2.5	1.8	
Чистый долг/ Капитал (x)	1.2	0.5	

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка *Без учета кредитов от связанных сторон



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Liis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.

