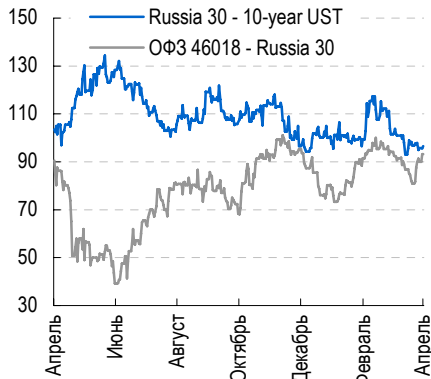
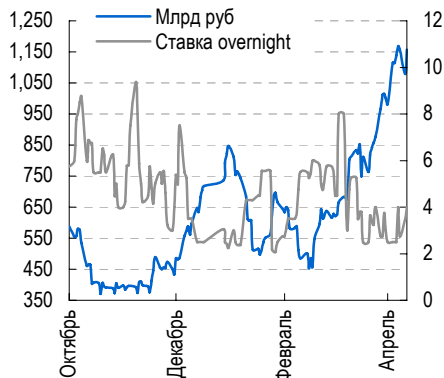


вторник, 24 апреля 2007 г.

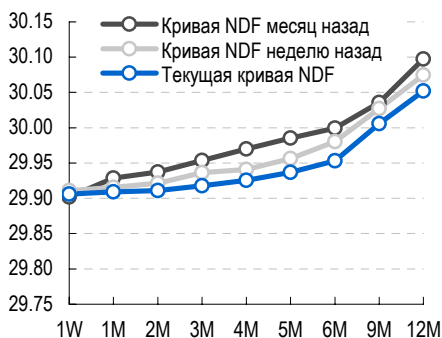
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

24 апр	Размещение руб.обл. ВиватФинанс-1
24 апр	Размещение руб.обл. Банк Солидарность-2
24 апр	Индекс Consumer Confidence
24 апр	Статистика по вторичному рынку жилья
25 апр	Размещение руб.обл. ЮЛК Финанс-1
25 апр	Размещение руб.обл. Ленэнерго-3
25 апр	Размещение руб.обл. Интурист-1
25 апр	Статистика по первичному рынку жилья

### Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снижаются на отчете **Moody's** об опасности кризиса в сегменте sub-prime mortgages. **ЛенСпецСМУ** завершило размещение CLN (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Активность вторичных торгов все ниже. Новые купоны по **ВТБ-5** и **НФК-1**. Справедливая доходность выпуска **Чувашия-6** – около 8.0% (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- BAO Интурист (NR)**: комментарий к размещению (стр.3)
- Вкратце: Группа Миракс (B2/NR/B) планирует продать около 20% акций компании MRC Mirax Skyscrapers** банку CSFB и привлечь таким образом около USD300 млн. (Источник: Ведомости). Насколько мы понимаем, компания MRC Mirax Skyscrapers (башня Федерация и проекты Mirax Plaza в Москве и Киеве) попадает в pro forma отчетность Группы, но не контролируется напрямую холдинговой компанией и не является поручителем по выпускам облигаций, что несколько сглаживает позитивный кредитный эффект от сделки. С точки зрения спрэдов к свопам, рублевые выпуски Миракс-1 (YTM 9.30%; CSS+380бп) и Миракс-2 (YTM 9.56%; CSS+360бп) сейчас выглядят чуть менее привлекательно, чем выпуск CLN Mirax 11\_09 (9.00%; CSS+400бп).
- Вкратце: Европейская подшипниковая корпорация (NR)** планирует упростить юридическую структуру группы, передав холдинговой компании ОАО «ЕПК» доли в операционных активах, принадлежащие сейчас компаниям-акционерам ОАО «ЕПК» (Источник: RBCDaily). На наш взгляд, эти изменения должны быть позитивно восприняты кредиторами компании. Текущая схема владения представлена в нашем аналитическом исследовании к выпуску CLN ЕПК, которое можно посмотреть [здесь](#).
- Вкратце: Трансмашхолдинг (NR)** выставил оферту по 2-му выпуску облигаций. Срок действия оферты – до 24 мая. Насколько мы понимаем, оферта связана с тем, что эмитенту облигаций – ОАО «Трансмашхолдинг» – предстоит реорганизация в форме присоединения к нему ряда компаний. Речь идет об упрощении юридической структуры группы. Учитывая, что выпуск сейчас торгуется выше номинала (100.80; 8.27%), вряд ли кто-то воспользуется офертой. Сам выпуск на текущих уровнях не кажется нам интересным.
- Вкратце: Highland Gold (NR)** сообщила об убытке в USD96 млн. в 2006 г. Убытки носят разовый характер (пожар на месторождении), нам по-прежнему нравится выпуск облигаций этой компании (12.5%), которая уже де-факто контролируется канадской Barrick Gold (Baa1/A-).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.64	-0.03	+0.03	-0.06
EMBI+ Spread, бп	159	+1	-11	-10
EMBI+ Russia Spread, бп	95	-1	-5	-1
Russia 30 Yield, %	5.60	-0.03	-0.03	-0.05
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	0	-0.04	+0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	466.3	+94.2	-236.7	-199.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	691.3	-15.8	+582.5	+576.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	152.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.15	-1.00	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	68.2	+1.7	+5.0	+7.5
Индекс РТС	1974	+2	+60	+64

## Рынок еврооблигаций

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

Доходности US Treasuries вчера снова снизились (UST10 4.64%; -3бп). Никаких важных экономических данных в США не выходило. По-видимому, снижение доходностей было вызвано публикацией отчета **Moody's** о серьезности проблем рынка sub-prime mortgages. В связи с этим возрастает важность публикуемой сегодня и завтра статистики по рынку жилья. Сегодня также станет известно апрельское значение индекса **Consumer Confidence**.

Спрэд EMBI+ вчера расширился на 16п до 159бп. Основная часть индикативных выпусков показала рост вслед за американским рынком. Исключение составили бумаги Бразилии **BRAZIL 40** (-1/8; YTM 7.91%).

Динамика котировок **RUSSIA 30** (YTM 5.60%) вчера повторяла движения в UST. Сейчас они находятся около 114.00, спрэд к UST сузился до 95-94бп. В корпоративном сегменте подросли котировки длинных выпусков **GAZPRU 34** (+1/4; YTM 6.28%), **TNEFT 14** (+1/4; YTM 5.79%), **EVRAZ 15** (+1/8, YTM 7.77%), **CHMFRU 14** (+3/8; YTM 7.34%).

На первичном рынке завершилось размещение **CLN LenSpecSMU** (S&P B), ставка купона была установлена на уровне 9.75%, объем составил USD100 млн. (заявлялось USD100-150 млн.). Судя по объему сделки и степени удовлетворения заявок, спрос на CLN не был ажиотажным. По состоянию на сегодняшнее утро, организатор котирует выпуск на уровне 100.00 – 100 1/4.

## Рынок рублевых облигаций

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

Ничего примечательно на рынке рублевых облигаций вчера не произошло. По мере приближения майских праздников активность участников на вторичном рынке все ниже.

Изменения котировок в госбумагах вчера не превысили 5бп. В корпоративном сегменте мы видели лишь точечный интерес к облигациям **МОЭСК-1** (+13бп; YTM 7.81%) и **Башкирэнерго-3** (+12бп; YTP 7.96%), что, вероятно, связано с завтрашним размещением 3-го выпуска облигаций Ленэнерго. Помимо этого, спросом пользовались **Газпром-8** (YTM 6.92%), **Мечел-2** (YTP 7.51%), **АИЖК-7** (YTM 7.55%) и **ФСК-2** (YTM 7.08%). Однако ценовых изменений в этих выпусках мы не отметили.

Вчера также стало известно, что **ВТБ** установил по выпуску **ВТБ-5** годовую offerту и зафиксировал на этот период купоны на уровне 5.9% (YTP 6.06%). Спрэд к CCS этого выпуска составляет около 80бп, что в принципе может быть интересно нерезидентам – спрэды сопоставимых по срокам погашения выпусков еврооблигаций ВТБ и его «дочек» к LIBOR или свопам сейчас не превышают 60бп.

Помимо этого, была установлена годовая offerта по выпуску **НФК-1** (YTP 10.16%), купоны сохранены в размере 9.80%. Из-за реорганизации компании эти облигации долгое время не торговались на вторичном рынке, но буквально вчера процедура конвертации в новый выпуск завершилась.

Сегодня пройдет размещение выпуска **Чувашия-6** (объем 1 млрд. рублей, срок – 5 лет). Структура предполагает постепенный step-down купон. По нашим расчетам, дюрация составит примерно 4.15 лет. Сейчас на рынке обращаются **Чувашия-4** (YTM 7.64%; CSS+190бп) и более длинный выпуск **Чувашия-5** (YTM 7.29%; CSS+80бп). Такая диспропорция в уровнях доходности объясняется тем, что Чувашия-4 был недавно исключен из списка А1 из-за небольшого объема займа. Мы полагаем, что новый выпуск будет со временем включен в А1, поэтому оцениваем справедливую доходность на уровне 8.0% (CCS+135бп).

На первичном рынке сегодня пройдут размещения банка **Солидарность** и торговой сети **Виват**, о них мы писали во вчерашнем выпуске. Ниже представлен комментарий к завтрашнему размещению ВАО «Интурист».

## ВАО «Интурист» (NR): комментарий к размещению

*Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com*

Завтра состоится размещение дебютного выпуска облигаций ВАО «Интурист» объемом 1 млрд. руб. и сроком на 3 года. Оферта и поручители по выпуску не предусмотрены.

Интурист – один из ведущих российских туроператоров почти с 80-летней историей – в настоящее время эволюционирует в вертикально-интегрированную туристическую компанию и работает в направлениях туроперирования (лидер въездного туризма), розничных продаж турпакетов, транспортных услуг и гостиничного бизнеса. Интурист владеет московскими гостиницами Космос и Пекин. АФК Система (B1/BB-/B+) контролирует 65.1% акций Интуриста; еще 33% акций принадлежит правительству Москвы.

На наш взгляд, Интурист имеет достаточно сильный кредитный профиль. Ключевые факторы поддержки – хорошая капитализация, наличие портфеля привлекательных гостиничных объектов и сильные акционеры.

Учитывая присутствие на консолидированном балансе крупных и дорогостоящих объектов недвижимости, мы в меньшей степени уделяли бы внимание показателю «Долг/ЕБИТДА», концентрируясь в первую очередь на соотношениях «Долг/Капитал» и «Долг/Основные средства», которые у Интуриста находятся на более чем комфортных уровнях (см. табл.).

Отсутствие в структуре займа поручителей, на наш взгляд, в данном случае не столь существенно. Риски «вывода активов» в стресс-сценарии в случае с Интуристом невелики. Во-первых, будучи публичной компанией, Система демонстрирует высокий уровень корпоративного управления. Во-вторых, в Интуристе в качестве миноритарного акционера присутствует правительство Москвы, которое вряд ли допустит ущемление своих прав.

Организаторы ориентируют рынок на доходность облигаций Интуриста на уровне 9.75%-10.25%. Еврооблигации АФК Система с погашением в 2011 г. сейчас торгуются с доходностью 6.9%, а с учетом кривой CCS/NDF ее синтетические рублевые 3-летние облигации торговались бы с доходностью около 8.0-8.15%. Предлагаемая премия в размере 200бп, на наш взгляд, достаточно привлекательна. Для сравнения – еврооблигации другой дочки Системы – компании Ситроникс – торгуются с премией в размере около 75бп к кривой доходности Системы (Ситроникс крупнее Интуриста, имеет рейтинги, листинг и попадает под определение principal subsidiary Системы, но фундаментально не намного сильнее Интуриста с точки зрения кредитных характеристик). Справедливый размер премии с учетом вероятно низкой ликвидности выпуска Интуриста мы оцениваем на уровне 125-150бп.

### Ключевые финансовые показатели ВАО «Интурист», US GAAP

Млн. долл.	2005	2006
Выручка	98.0	270.2
ЕБИТДА	2.7	21.0
Чистая прибыль	(1.4)	10.3
Финансовый долг	7.3	62.4
Собственный капитал	62.4	244.5
Основные средства <sup>1</sup>	11.3	165.0
Активы	90.3	391.6
<b>Ключевые коэффициенты</b>		
ЕБИТДА margin (%)	2.8	7.8
Финансовый долг/ ЕБИТДА (x)	2.7	2.8
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.3
Финансовый долг/Основные средства (x)	0.6	0.4

*Источник: данные компании*



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

George Lilis	George.Lilis@mdmbank.com
Vladislav Nigmatullin	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.