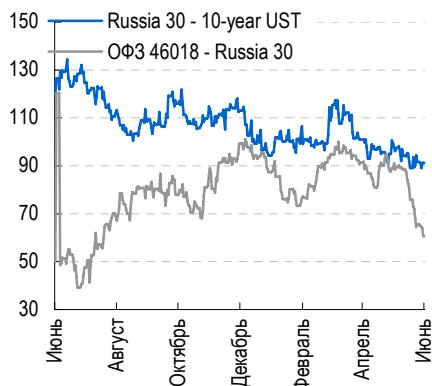


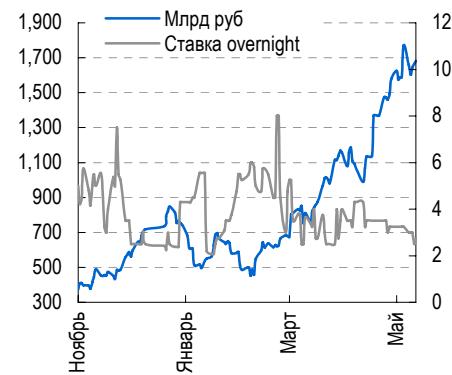
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 1 июня 2007 г.

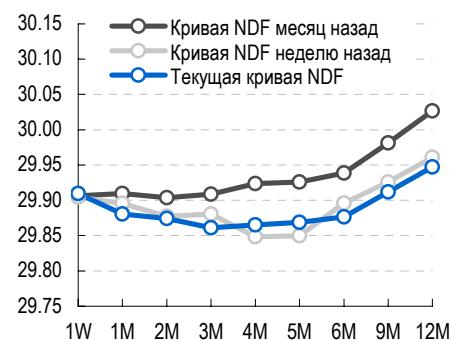
Спред Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 июня	Публикация Nonfarm Payrolls
1 июня	Публикация Core PCE MoM
1 июня	Публикация ISM Manufacturing
5 июня	Размещение руб.обл. Рубеж Плюс-1
5 июня	Размещение руб.обл. Махеев-1
6 июня	Размещение руб.обл. Кондитер-Курск-1
6 июня	Размещение руб.обл. ЮТК-5
7 июня	Размещение руб.обл. Банк Спурт-2

Рынок еврооблигаций

- 15-летний выпуск ЛУКОЙла привлекательнее 10-летнего. Другие новости первичного рынка: ФЛК, Казкоммерцбанк, Украина (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Рынок стабилен, интересных событий немного. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть Матрица: хорошие результаты за 1-й квартал по МСФО. Нам нравится динамика развития этой компании. Матрица демонстрирует умеренные темпы роста, высокую для отрасли операционную рентабельность и постепенно улучшает показатель Долг/EBITDA. Кроме того, компания достигла прогресса в повышении прозрачности (подробнее на стр. 3).
- Вкратце: Европейская подшипниковая корпорация (NR) приобрела 23.8% акций Саратовского подшипникового завода и в будущем не исключает возможности увеличения своего пакета в СПЗ до контрольного (Источник: RBCDaily). Эта покупка укладывается в стратегию компании по усилению рыночных позиций. К сожалению, нам пока не удалось выяснить сумму сделки, поэтому мы не можем оценить ее влияние на показатели долговой нагрузки ЕПК. Финансовая отчетность ЕПК по МСФО ожидается в июне. По нашим оценкам, соотношение Долг/EBITDA у ЕПК на конец 2006 г. составляло около 2.5x. Выпуск CLN EPKRU 09 сейчас торгуется на уровне 99.25/100.25 (10.32%/9.53% к оферте в октябре 2008 г.).
- Вкратце: МТС (Ba3/BB-) продемонстрировала хорошие финансовые результаты в 1-м квартале. Кроме того, компания сообщила о дополнительной корректировке финансового результата за 4-й квартал 2006 г. на USD170 млн. в связи с неудачной инвестицией в киргизского оператора Bitel. Учитывая консервативный уровень долговой нагрузки МТС (Долг/EBITDA<1x), держатели еврооблигаций, вероятнее всего, никак не отреагируют на эти новости. Выпуски МТС продолжают торговаться на одной кривой доходности с ВымпелКомом (Ba2/BB+) несмотря на более высокие рейтинги последнего.
- Вкратце: Производитель соков Лебедянский (Ba3) отчитался по МСФО за 1-й квартал. Усиление конкуренции, рост доли соков среднего ценового сегмента в продуктовом портфеле и увеличение затрат на логистику и продвижение товаров привели к снижению операционной рентабельности. Соотношение Долг/EBITDA выросло до 1.5x с 1.2x на конец 2006 г. Единственный выпуск облигаций компании имеет плавающую процентную ставку (MosPRIME+143bp) и практически не торгуется.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.89	+0.02	+0.25	+0.19
EMBI+ Spread, бп	153	-2	-11	-16
EMBI+ Russia Spread, бп	87	0	-12	-9
Russia 30 Yield, %	5.80	+0.02	+0.17	+0.15
ОФЗ 46018 Yield, %	6.41	-0.01	-0.11	-0.11
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	451.5	-2.9	+40.5	-214.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1229.6	+19.5	+651.1	+1114.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	0.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.48	+0.23	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	68.0	+0.2	+1.0	+7.3
Индекс РТС	1780	+55	-156	-130

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

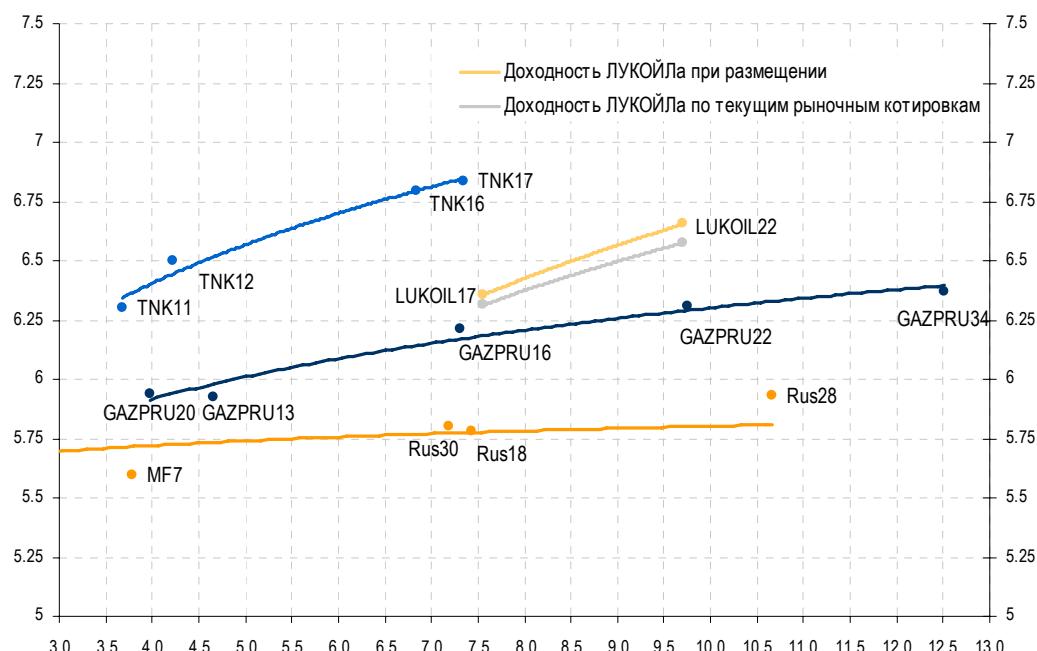
Рынок еврооблигаций

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

Статистика, вышедшая вчера в США, оказалась довольно сильной: данные по рынку труда и чикагский индекс деловой активности оказались выше консенсус-прогнозов. По итогам дня, доходность **10-летних UST** выросла до 4.89% (+2бп). Сегодня в США ожидаются важные данные по **Nonfarm Payrolls** и инфляционному индексу **Core PCE**, на который чиновники ФРС обращает особое внимание.

Спред **EMBI+** вчера сузился на 2бп до 153бп. Выпуск **RUSSUA 30** (YTM 5.80%) сохраняет дистанцию к UST10 на уровне 91-92бп. К вечеру его котировки снизились на 1/4 до 112 1/8. В корпоративном сегменте виден спрос на выпуск **KZOSRU 11** (8.85%).

На первичном рынке завершилось размещение еврооблигаций **ЛУКОЙЛа** (Baa2/BBB-/BBB-), доходности 10-летнего и 15-летнего выпусков составили 6.36% и 6.66%, соответственно. Объем каждого из траншей – USD500 млн. В ходе размещения имела место 2-кратная переподписка. Аллокации пока объявлены не были. Уровни размещения траншей предполагают спреды к кривой еврооблигаций **Газпрома** на уровне 15бп и 35бп соответственно. Во вчерашнем комментарии мы рассчитывали доходность 15-летнего выпуска относительно низколиквидных 15-летних UST, поэтому значение получилось несколько завышенным. В любом случае, получившаяся кривая доходности ЛУКОЙЛА имеет более крутой наклон по сравнению с кривыми **Газпрома** и **ТНК-ВР**. Поэтому мы подтверждаем высказанную вчера точку зрения о привлекательности 15-летнего выпуска ЛУКОЙЛА. Реализовать торговую стратегию, направленную на «уплощение» кривой ЛУКОЙЛА, можно, купив длинный выпуск с одновременной продажей короткого. Стоит также отметить, что вчера еще до аллокаций LUKOIL 17 котировали по 100 1/4 -100 3/8 от номинала, а LUKOIL 22 – по 100 1/2 – 101.00.



Стало известно о скором дебюте в сегменте CLN **Финансовой Лизинговой Компании** (NR). Выпуск планируется 4-летним с офертой через 2 года. Ориентиры доходности составляют сейчас 9.25% при объеме USD 100 млн. Ожидается, что до конца года ФЛК полностью перейдет под контроль Объединенной авиационной корпорации и будет обслуживать потребности ОАК в лизинговых услугах. Учитывая высокий интерес инвесторов к подконтрольным государству эмитентам, мы предполагаем, что этот выпуск вызовет большой спрос.

Из других новостей первичного рынка отметим начавшееся размещение субординированных облигаций **КазКоммерцБанка** (Baa2/BB-/BB, 10 лет и 5-летний колл-опцион со step-up купоном с 6-го года). В

ближайшее время с новым суверенным выпуском на рынок планирует выйти **Украина** (B1/BB-/BB-). Президент компании **Роснефть** (Baa2/BB+/BB+) С.Богданчиков объявил вчера о возможном размещении еврооблигаций общим объемом USD5 млрд.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера ничего примечательного на рынке рублевых облигаций не произошло. Ценовые уровни остались практически неизменными. Первичных размещений вчера также не было.

Минфин вчера объявил, что 13 июня собирается провести доразмещение выпусков ОФЗ серий **46018**, **46020** и **25061** на общую сумму на 42 млрд. рублей. Тем не менее, длинные выпуски госбумаг вчера даже немного подросли – **ОФЗ 46020** (+7бп; YTM 6.72%), **ОФЗ 46018** (+2бп; YTM 6.41%), **ОФЗ 46017** (+3бп; YTM 6.31%).

В корпоративном сегменте примерно на 5бп вниз сползли котировки выпусков **МосОбласть-7** (YTM 7.05%), **Газпром-9** (YTM 7.06%), **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.08%). Рублевые выпуски ЛУКОЙЛа сейчас выглядят дороговато на фоне новых еврооблигаций этой компании, размещенных с более широким спредом к Газпрому. Довольно активные продажи мы отметили в выпуске **ОГК-5-1** (-10бп; YTP 7.61%). В целом, в первом эшелоне все больше оферов. Тем не менее, избыточная ликвидность и низкие ставки overnight/REPO продолжают удерживать рынок от коррекции.

С выходом на вторичные торги выпуска **РусСтандарт-8** (YTP 7.86%) большинство участников рынка были заняты исполнением форвардных сделок, поэтому спрос на него был велик. К концу дня его котировки выросли до 100.65-100.70, таким образом, разница в спредах (см. вчерашний комментарий) была полностью «отыграна».

Кроме того, до 100.50% от номинала выросла цена вышедших на вторичные торги облигаций **Мосмарт-1** (YTP 10.76%). На самом деле? в нашем комментарии к размещению этого выпуска (от 18 апреля) мы были излишне критичны к кредитному профилю Мосмарта. В ее капитале действительно присутствует ряд иностранных инвесторов, часть которых предпочла купить и выпуск рублевых облигаций.

Вчера же были объявлены купоны до погашения по выпуску **Сибирский цемент-1** (YTP 9.71%) – процентная ставка до погашения через год сохранена на уровне 9.70%, что соответствует доходности около 9.93%. К сожалению, у нас нет обоснованного мнения относительно того, насколько привлекателен этот выпуск с точки зрения риск/доходность/ликвидность.

Матрица(NR): хорошие результаты за 1-й квартал

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

В нашем распоряжении оказалась неаудированная отчетность по МСФО башкирской розничной продуктовой сети «Матрица» за 1-й квартал 2007 г.

В январе-марте 2007 г. выручка компании выросла на 21% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, показатель EBITDA – на 41%. Объем долга в течение 1-го квартала практически не изменился. В результате показатель «Долг/EBITDA annualized» опустился до 5.1x по сравнению с 6.2x по итогам 2006 г.

Нам нравится, как развивается эта розничная сеть. Матрица демонстрирует неплохие темпы роста (пусть и не такие высокие, как у крупнейших федеральных сетей), при этом за счет низкой конкуренции в регионе

удерживает высокие для отрасли показатели операционной рентабельности (несмотря на присутствие низкомаржинального оптового бизнеса).

В конце 2006 г. Матрица завершила формирование четкой холдинговой структуры, в рамках которой формальный контроль над всеми активами был передан холдинговой компании ОАО «Холдинг Матрица». Компания перешла на подготовку отчетности по МСФО. Вскоре должна появиться первая аудированная отчетность (KPMG). Матрица – редкий представитель продуктовой розницы 2-3 эшелона, публикующий подробные квартальные консолидированные результаты своей деятельности.

По-прежнему высокая долговая нагрузка на денежный поток Матрицы в значительной степени компенсируется ее солидной капитализацией (Долг/Капитал ~ 1x). В собственности компании находится крупный портфель недвижимости (более подробно см. наш обзор по Distressed Debt от 12 апреля).

Котировки облигационного займа Матрица-Финанс-1 (купон 12.32%) сейчас находятся чуть ниже номинала. Оferта по выпуску состоится 13 июня. Насколько мы понимаем, Матрица еще не объявила новые купоны по выпуску, поэтому у нас нет рекомендации относительно того, воспользоваться ли правом досрочного погашения или нет. Представитель Матрицы сообщил нам, что компания полностью подготовилась к прохождению оферты. Мы склонны верить этому.

Ключевые финансовые показатели группы «Матрица», МСФО неаудированная

Млн. руб.	2005	2006	1К2007	прирост (к 1-му кварталу 2006 г.)
Выручка	3 140	4 629	1 420	21%
EBITDA	370	460	140	41%
Чистая прибыль	206	209	57	50%
Долг	2 196	2 835	2 859	46%
Собственный капитал	2 102	3 039	2 742	9%
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA	11.8%	9.9%	9.9%	+1.4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	6.6%	4.5%	4.0%	+0.8 п.п.
Долг/ EBITDA annualized (x)	5.9	6.2	5.1	+0.2
Долг/Собственный капитал (x)	1.0	0.9	1.04	+0.25

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
Корrado Таведжия	+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
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Металургия

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

Натаан 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 Лилис	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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.