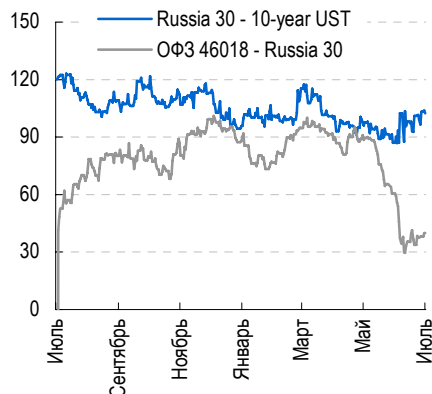


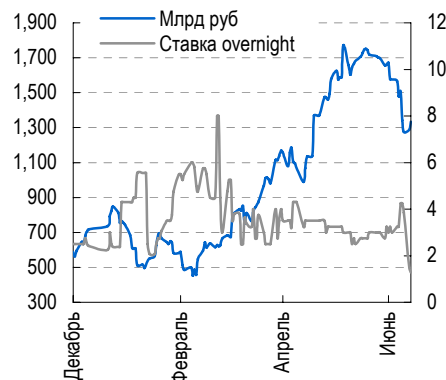
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 3 июля 2007 г.

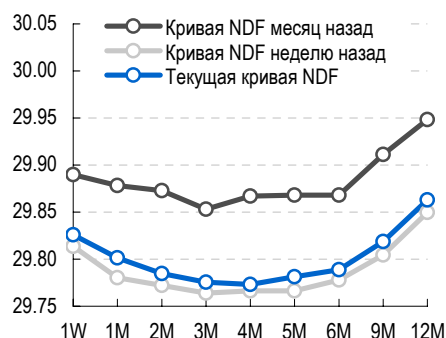
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

2 июля	Индекс ISM Manufacturing
3 июля	Размещение руб.обл. ЯрОбл-8
4 июля	День независимости США
5 июля	Размещение руб.обл. ОГК-2
6 июля	Данные по рынку труда в США
10 июля	Размещение руб.обл. Х5-Финанс
16 июля	Уплата ЕСН
18 июля	Размещение ОФЗ 26199

Рынок еврооблигаций

- Доходности **10-летних UST** опустились ниже 5.00% на благоприятной статистике. Вторичный рынок затихает. Источник новостей – первичные размещения (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Обращаем внимание на выпуски **ЕЭСК-1, ЮТК-4, Инпром-2 и ЯрОбл-7** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Автодилер Рольф (ВаЗ/ВВ-) привлек банковские кредиты сроками на 1 и 3 года общим объемом USD205 млн.** Кроме того, компания ведет переговоры о привлечении кредитов еще на USD165 млн. (Источник: Рейтер). На наш взгляд, эти цифры не должны пугать держателей размещенных недавно еврооблигаций Рольфа на USD250 млн. Дело в том, что средства от размещения облигаций компания планирует направить на погашение обеспеченного кредита (USD350 млн.). По нашим оценкам, после всех этих сделок объем долга Рольфа составит около USD620-650 млн. Предполагая, что в 2007 г. компания сохранит высокие темпы роста выручки и EBITDA (около 40% в 2006 г.), мы оцениваем соотношение «Чистый долг/EBITDA» Рольфа на конец 2007 г. в пределах 2.5x. В ковенантах выпуска еврооблигаций этот показатель ограничен уровнем 4.0x. Насколько мы понимаем, рейтинговые агентства Moody's и S&P были в курсе намерений компании по новым заимствованиям на момент присвоения рейтингов, а сами рейтинги, согласно пресс-релизам, учитывают амбициозные планы развития Рольфа. Еврооблигации ROLFGP 10 (8.24%) торгуются на 80-100bp шире облигаций других российских компаний с сопоставимыми рейтингами (Евраз, Распадская, Северсталь). Спрэд выпуска ROLFGP к Z-свопам на уровне 280-285bp выглядит широко и на фоне стоимости кредитов, привлекаемых Рольфом (L+175bp на 3 года). Насколько мы понимаем, все привлекаемые компанией новые кредиты не обеспечены, т.е. не ухудшают положение держателей облигаций. На фоне выпуска Рольфа интересны рублевые облигации российских автодилеров (спрэды более 500bp к свопам).

- Вкратце: Северсталь (В1/ВВ-/ВВ-) показала хорошие результаты по итогам 1 квартала 2007 г. по МСФО.** На фоне благоприятной конъюнктуры цен на металлы, руду и уголь компания продемонстрировала рост выручки почти на 35% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатель EBITDA margin составил 25% (24% в 2006 г.). Объем чистой задолженности (с учетом денежных средств и депозитов) стал отрицательным. В этой ситуации удерживать рейтинговые агентства от повышения рейтингов Северстали могут лишь риски, связанные с аппетитами компании к поглощениям.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.99	-0.04	+0.04	+0.29
EMBI+ Spread, бп	173	-2	+24	+4
EMBI+ Russia Spread, бп	102	+1	+18	+6
Russia 30 Yield, %	6.03	-0.03	+0.21	+0.38
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	-0.01	0	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	555.2	+26.6	+103.7	-110.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	777.7	+19.1	-451.9	+663.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	55.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.75	+0.1	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.83	0	-0.08	+0.15
Нефть (брент), USD/барр.	72.6	+1.2	+3.5	+11.9
Индекс РТС	1912	+14	+83	+2

Источники: оценки МДМ-Банк, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходности **10-летних US Treasuries** вчера опустились чуть ниже отметки 5.00%, завершив день на уровне 4.99% (-2.56п к закрытию пятницы). Основанием для такого движения стали опубликованные индексы **ISM**, указавшие на сохранение в США высоких темпов экономического роста при умеренном росте цен.

Облигации **Emerging Markets** вчера выглядели достаточно уверенно. В лидерах роста оказались отстававшие от рынка в последнее время выпуски Венесуэлы. Спрэд **EMBI+** сузился до 1736п (-26п).

Активность в российском сегменте была очень низкой – похоже, что начинает сказываться эффект «отпускного сезона». Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.02%) сегодня утром были на уровне 110 7/16, т.е. примерно на 1/4 выше уровня вчерашнего открытия. Спрэд к UST – около 100бп.

В корпоративном сегменте продажи в выпусках Русского Стандарта вчера достаточно быстро прекратились. Примерно на 3/8-1/2 подросли котировки выпусков Росбанка **ROSBNK 09** (YTM 7.98%) и **ROSBNK 09RU** (YTM 7.12%). Сегодня, кстати, стало известно о том, что SocGen (Aa1/AA) действительно приняла решение воспользоваться опционом на доведение своей доли в Росбанке до контрольной, поэтому покупки в этих выпусках могут продолжиться.

Сегодня, вероятно, нас снова ждет достаточно скучный день.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стал известен price-talk по 3-летним еврооблигациям компании **Кузбассразрезуголь** (B3) – 9.25% (свопы+3856п). Буквально на днях будет погашен выпуск CLN компании **ССКРУ 07** (YTM 8.81%). Насколько мы понимаем, кредитный профиль Кузбассразрезугля достаточно силен. Основная проблема, которая, похоже, смущает инвесторов, заключается в недостаточной прозрачности денежных потоков внутри группы и связанными с этим рисками неблагоприятных действий со стороны регулирующих (в т.ч. налоговых) органов. Дело в том, что ключевая производственная компания, расположенная в России, отражает в своей отчетности низкую рентабельность и высокую долговую нагрузку. Основная прибыль аккумулируется на «близком» к компании австрийском трейдере Krutrade, который также выступает одним из поручителей по облигациям. Мы воздерживаемся от рекомендаций в отношении данного выпуска.

Среди других новостей отметим намерения банков **Русфинанс** (BB), **Локо-Банк** (B2/B-) и **Банк Санкт-Петербург** (Ba3) разместить еврооблигации.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Активность торгов рублевыми облигациями вчера была достаточно низкой, а ценовые движения – минимальны. В сегменте ОФЗ основной спрос снова пришелся на длинные выпуски, которые прибавили в цене еще около 10бп. Суммарный торговый оборот на рынке ГЦБ составил всего около 490 млн. рублей, что примерно в 2.5-3 раза меньше среднего уровня.

В корпоративном сегменте спросом пользовались выпуски **Газпром-9** (+10бп; YTM 7.01%), **ФСК-4** (+10бп; YTM 7.02%) и **ЛУКОЙЛ-4** (+26п; 7.08%). Вместе с тем, довольно активно продавали облигации **РЖД-6** (-8бп; YTM 6.68%) и **Москва-39** (-56п; YTM 6.37%).

В сегменте выпусков 2-3 эшелона ярко выраженную динамику продемонстрировали лишь облигации **ЭМАльянс-1** (+356п; YTP 9.66%), которые выглядят привлекательно с новым купоном (10.0% на 1 год). Мы полагаем, что потенциал снижения доходности в этом выпуске еще сохраняется (см. наш вчерашний комментарий).

Похоже, что потенциал роста выпусков 1-го эшелона уже исчерпан, поэтому активность инвесторов по поиску «условно-недооцененных» бумаг будет постепенно смещаться во 2-3 эшелоны. В связи с этим мы бы хотели обратить внимание на два выпуска.

Во-первых, это облигации Екатеринбургской электросетевой компании **ЕЭСК-2** (УТР 8.58%). На наш взгляд, этот выпуск должен торговаться как минимум на уровне облигаций Пермьэнерго (УТР 8.32%), что предполагает рост котировок ЕЭСК-2 до 101.40-101.50.

Во-вторых, это облигации **ЮТК-4** (7.7%), которые, по нашему мнению, «обречены» на рост котировок на фоне: 1) последовательного приближения ЮТК по своим финансовым показателям к остальным МРК 2) дефицита риска телекомов Связьинвеста и 3) более высокой доходности по сравнению с остальными облигациями МРК.

Вчера стали известны новые купоны по выпуску **Инпром-2** (УТР 5.41%) - процентная ставка была зафиксирована в размере 8.8% к полуторагодовой оферте. Учитывая, что сейчас выпуск торгуется около 100.25п.п., доходность составит 8.87%. На наш взгляд, это достаточно интересно – премия к теперь уже сравнимому по дюрации **Инпрому-3** (УТМ 8.65%) составит порядка 20-25бп.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Сегодня состоится размещение 2-го транша (1.5 млрд. рублей) выпуска облигаций **Ярославская область-7** (УТМ 7.54%). Мы рекомендуем участвовать в этом размещении, т.к. рассчитываем на скорое включение облигаций в котировальный список А1, поскольку остальные выпуски региона (за исключением 5-го, объем которого – всего 500 млн. рублей) уже попали в этот список.



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

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

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

Редакторы

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