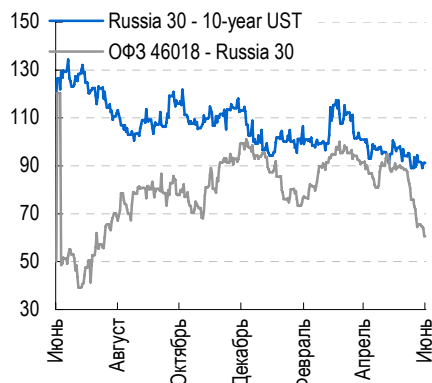


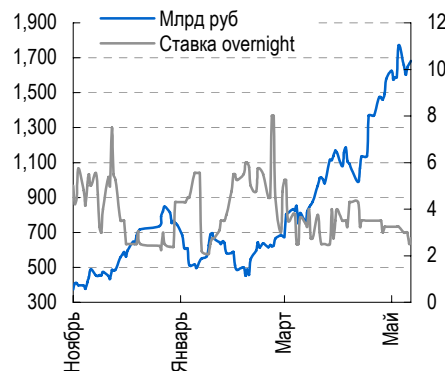
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 4 июня 2007 г.

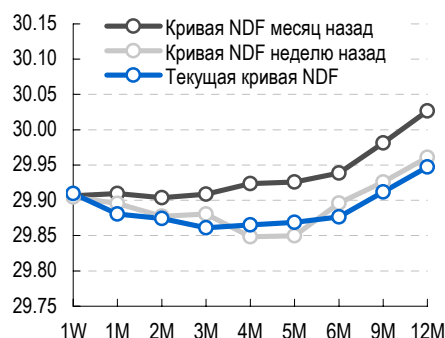
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

1 июня	Публикация Nonfarm Payrolls
1 июня	Публикация Core PCE MoM
1 июня	Публикация ISM Manufacturing
4 июня	Размещение руб.обл. Магадан-31002
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

Рынок еврооблигаций

- Доходность **UST10** все ближе к 5.00%. Спрос в казахстанских банках. Новости первичного рынка – **Ренессанс Капитал, Астана-Финанс, Техносила** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Спокойный рынок, спрос в электроэнергетических облигациях. Комментарий к размещению **Магадан-2** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ЕЭСК – самые недооцененные сети.** Финансовые результаты компании за 1-й квартал 2007 г. выглядят очень неплохо. Мы считаем, что размещенный в апреле рублевый выпуск ЕЭСК (8.92% к 2-летней оферте) является самым привлекательным в сегменте облигаций электросетевых компаний. На наш взгляд, этот выпуск имеет краткосрочный потенциал роста котировок до 101.25-101.50 (стр.3).
- ННХ (В1/НР/В+): хорошие результаты по РСБУ за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г.** Картину «портит» лишь сохраняющаяся неопределенность в отношении крупных инвестиционных амбиций компании (стр. 3).
- Вкратце: Крупнейшие акционеры золотодобывающей компании Полюс Золото предложили АК АЛРОСА (Ва2/ВВ-) купить крупный пакет акций этой компании** (Источник: Интерфакс). По нашим оценкам, предложенный актив может стоить USD3-4 млрд. Мы полагаем, что вероятность подобной сделки в ближайшие месяцы достаточно низка. Дело в том, что пока не завершен процесс «федерализации» АК АЛРОСА, т.е. доведения доли федерального правительства в компании до контрольной (сейчас – около 47.7%). Для завершения этого процесса, по нашим оценкам, потребуется еще 9-12 месяцев, т.к. речь идет о большом наборе достаточно «трудоемких» процедур, включающих в себя реорганизацию прав собственности и оценку крупного имущественного комплекса с его последующим внесением в капитал АК АЛРОСА. Совершение крупных сделок M&A сейчас может затянуть федерализацию на более длительный срок. Тем не менее, полностью исключить возможность покупки АК АЛРОСА крупной доли в Полюс Золоте нельзя. Несмотря на то, что такая сделка, вероятнее всего, приведет к резкому росту долговой нагрузки АК АЛРОСА и будет угрожать нарушением ковенант еврооблигаций компании («Скорректир. EBITDA/Проценты» <3.5x), мы не считаем, что в случае ее реализации спрэды выпуска ALROSA 14 (6.40%) расширятся более чем на 10-15бп. Ключевым фактором кредитного профиля компании остается господдержка.

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	0	-1.2	-214.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1229.6	0	+546.1	+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

В пятницу на рынке US Treasuries доминировали «медвежьи» настроения – доходность **10-летних нот** выросла на 6бп до 4.95%. Этому способствовали неожиданно сильные данные по **Payrolls** и потребительскому спросу. По значимости они «перевесили» более слабую по сравнению с прогнозами статистику по инфляции и рынку жилья. Сегодня в США публикуются данные по промышленным заказам.

Спрэд **EMBI+** в пятницу сузился до рекордных 149бп. Сегодня следует ожидать его расширения. Дело в том, что, как обычно, не все бумаги «успели» отреагировать на движение UST на момент расчета EMBI+.

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.83%) сегодня утром открылись на уровне 111 15/16, спрэд к UST10 составляет 90бп. В корпоративном сегменте успешное размещение ЛУКОЙЛа спровоцировало покупки в облигациях ТНК-ВР – котировки **TMENRU 17** (YTM 6.78%) выросли на 3/8. На слухах о возможном приобретении итальянской группой Unicredit доли в казахском АТФ Банке выпуски еврооблигаций **ATFB** выросли на 1-2пп. За ними подтянулись выпуски **Банка Альянс**, которым, по слухам, тоже интересуются иностранные банки.

Завершилось размещение номинированного в евро выпуска евробондов **Астана-Финанс** (Ba1/BB+). Купон составил 7.875%, что соответствует спреду к Mid Swaps на уровне 337бп. Объем займа составил EUR300 млн., срок до погашения – 3 года. На наш взгляд, доходность выглядит достаточно справедливо – **ASTANA 09** (YTM 7.95%) и **ASTANA 11** (YTM 8.96%) сейчас торгуются со спредами к Mid Swaps в 257бп и 362бп, соответственно, так что новый выпуск разместился достаточно близко к кривой.

Стало также известно о планирующемся размещении 3-летних еврооблигаций **Банка Ренессанс Капитал** (B1/B-/B-) и выпуска CLN группы компаний **Техносила** (NR, USD 100 млн., 3 года, oferta через 1.5 или 2 года, ориентир по доходности – 9.75%-10.5%). Украинский город **Одесса** (B+) намерен разместить выпуск еврооблигаций, номинированный в украинских гривнах. Объем выпуска составит UAH335 млн. (около USD67 млн.).

Рынок рублевых облигаций

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

В рублевых облигациях торговая активность в первый день лета была достаточно низкой. В корпоративном сегменте мы отметили спрос на бумаги энергетических компаний. Котировки выпусков **Мосэнерго-1** (YTP 7.14%), **Мосэнерго-2** (YTP 7.26%), **ГидроОГК-1** (YTM 7.26%), **Ленэнерго-2** (YTM 8.03%) и «просевшего» накануне **ОГК-5-1** (YTP 7.58%) выросли примерно на 5-10бп. В остальном никаких изменений – высокая ликвидность подпитывает спрос на рублевые облигации, с другой стороны, многие участники рынка ищут возможность неагрессивно зафиксировать прибыль по бумагам 1-го эшелона, заметно выросшим в цене в мае.

Новые купоны и годовая oferta были объявлены по выпуску **Камская долина-3** (YTP 7.00%). Процентная ставка была снижена с 13.50% до 12.80%. Исходя из текущих котировок (около 100.25), доходность к новой ofercie составит около 13.16%. Мы плохо знаем кредитный профиль Камской долины, поэтому нам трудно оценить привлекательность новых условий.

Розничная сеть **Матрица** объявила о смене платежного агента по своему выпуску **Матрица-1** (YTP 14.99%). Наш последний комментарий по этой компании мы опубликовали 1 июня.

На сегодня намечено размещение 2-го выпуска **Магадан** (NR; объем 300 млн. рублей, погашение через 3 года, дюрация – 2.60 лет). Размещение будет проходить в форме классического аукциона по цене – купон зафиксирован на весь срок в размере 10%. Сейчас на рынке обращаются облигации **Магадан-1** (YTM 8.24%), которые торгуются на уровне Z-спрэда к свопам 275-300бп. Таким образом, справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем на уровне 8.90-9.00% (103.80 – 103.45 по цене).

ОАО «ЕЭСК»(NR): самые недооцененные сети

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

Хорошие финансовые результаты Екатеринбургской электросетевой компании (ЕЭСК) по итогам 1-го квартала 2007 г. – это еще один повод напомнить о недооцененности размещенного недавно выпуска облигаций ЕЭСК.

Благодаря новым тарифам выручка компании за январь-март 2007 г. выросла на 57% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Операционная рентабельность осталась на уровне 2006 г. Даже с учетом нового облигационного займа объемом 1 млрд. руб., который пока не нашел отражения в отчетности (т.к. был размещен в апреле), соотношение «Долг/EBITDA» остается в пределах 1.0х.

На прошлой неделе прошло размещение облигаций другой электросетевой компании – Пермьэнерго – обслуживающей соседний с ЕЭСК регион и имеющей сопоставимые финансовые показатели (выручка, рентабельность и долговая нагрузка, см. табл.).

Учитывая близость кредитных профилей и схожие структуры выпусков двух компаний, вызывает недоумение значительная разница в доходностях облигаций ЕЭСК (8.92%) и Пермьэнерго (8.32%). На самом деле, выпуск ЕЭСК имеет дополнительное преимущество, поскольку в связи с запланированной реорганизацией в нем весьма вероятно появление дополнительной оферты (см. наш комментарий от 12 апреля). Мы полагаем, что справедливая доходность облигаций ЕЭСК составляет около 8.30%, что соответствует цене 101.50%. Выпуск ЕЭСК пока не вышел на вторичные торги.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

Млн. руб.	ЕЭСК				Пермьэнерго	
	2005	2006	1K2007	изменение к 1K2006	2006	1K2007
Выручка	4140	5074	2 128	57%	7 278	2 346
EBITDA	651	674	281	42%	1 190	293
Чистая прибыль	151	175	94	77%	690	92
Финансовый долг	86	108	46	-52%	450	501
Собственный капитал	2745	2919	3 230	15%	7 045	7 139
Ключевые показатели						
Рентабельность EBITDA (%)	16%	13%	13.2%	-1.4 п.п.	16.3%	12.5%
Рентабельность чистой прибыли (%)	4%	3%	4.4%	+0.5 п.п.	9.5%	3.9%
Финансовый долг/EBITDA (x)	0.13	0.16	0.04	-0.08	0.38	0.43
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.03	0.04	0.01	-0.02	0.06	0.07

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

НКНХ (B1/NR/B+): хорошие результаты за 2006 г. и 1-й квартал

Аналитики: Денис Воднев, Михаил Галкин e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com

Мы взглянули на финансовую отчетность Нижнекамскнефтехима по РСБУ за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г. Учитывая, что компания не имеет значимых «дочек», неконсолидированная российская отчетность дает вполне адекватное представление о финансовом состоянии этого крупнейшего в Восточной Европе нефтехимического предприятия.

На фоне благоприятной конъюнктуры цен на свою продукцию (мономеры, каучуки, пластики) и роста объемов производства НКНХ демонстрирует очень хорошую динамику выручки (+13% в 2006 г. и +30% в 1-м квартале). Несмотря на укрепление рубля компания добилась роста показателей операционной рентабельности (EBITDA margin 14% в 1-м квартале против 11% в 2005 г.).

Еще более приятным сюрпризом для кредиторов является сокращение объема долга НКНХ в абсолютном выражении – с 15 млрд. руб. на конец 2005 г. до менее чем 12 млрд. по итогам 1-го квартала 2007 г.

Все это привело к резкому улучшению показателей покрытия долга – соотношение «Долг/EBITDA годовая» снизилось с 3.3х в 2005 г. до 1.5х в 1-м квартале.

Такую приятную картину несколько портит лишь неопределенность в отношении амбициозных инвестиционных планов НКНХ. Напомним, что ранее руководство компании и представители ключевого акционера (ТАИФ) озвучивали намерения реализовать на НКНХ крупную программу модернизации стоимостью не менее USD5 млрд. Одним из источников финансирования должна была стать крупная допэмиссия (USD1 млрд.), которая была в последний момент отменена регулятором. Скорректировались ли после этого инвестиционные планы НКНХ, нам пока неизвестно.

Выпуск еврооблигаций NKNCRU 15_12 (8.15%; Z-свопы+292бп) с точки зрения спрэдов к свопам сейчас выглядит менее интересно, чем выпуск «младшего брата» KZOSRU 11 (8.80%; Z-свопы+348бп). Рублевые облигации НКНХ малоликвидны.

Ключевые финансовые показатели					
Млн. руб.	2005 МСФО	2006 МСФО (оценка)	2005 РСБУ	2006 РСБУ	1 кв. 2007 РСБУ
Выручка	45 703	49 676	42 062	47 527	14 243
EBITDA	5 066	6 099	4 505	6 041	1 993
Чистая прибыль	925	2 309	2 151	3 324	1 237
Финансовый долг	15 734	10 192	15 069	12 987	11 795
Собственный капитал	21 031	23 356	22 141	25 141	26 377
Ключевые показатели					
Рентабельность EBITDA (%)	11%	12%	11%	13%	14%
Рентабельность чистой прибыли (%)	2%	5%	5%	7%	9%
Финансовый долг/EBITDA (x)	3.1	1.7	3.3	2.1	1.5
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.7	0.4	0.7	0.5	0.4

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
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

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.