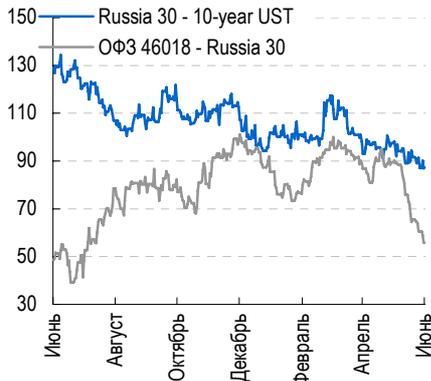
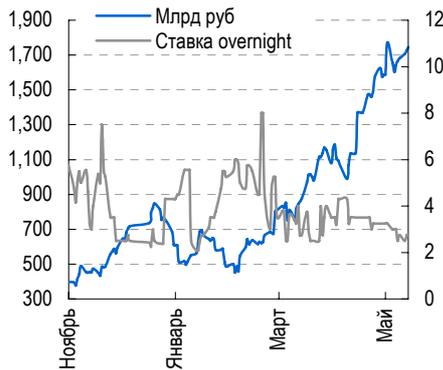


среда, 6 июня 2007 г.

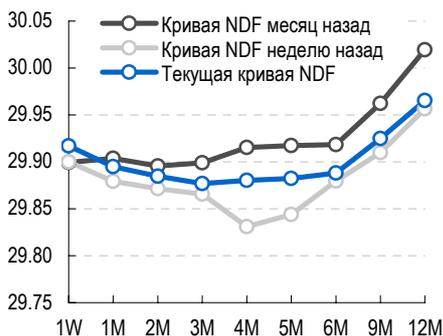
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

6 июня	Размещение руб.обл. Кондитер-Курск-1
6 июня	Размещение руб.обл. ЮТК-5
7 июня	Размещение руб.обл. Махеев-1
7 июня	Размещение руб.обл. Банк Спурт-2
7 июня	Размещение руб.обл. ТГК-4-1
8 июня	Размещение руб.обл. НПО Сатурн-3
13 июня	Выплата налога на прибыль
13 июня	Размещение еврообл. Рольф

### Рынок еврооблигаций

- Доходность **UST10** – почти 5.00%. Ренессанс Капитал предлагает изменить условия **RENOTE 09**. Много новостей на первичном рынке. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Рост доходностей в еврооблигациях – удачный момент для фиксации прибыли в длинных рублевых облигациях. О **ЮТК-5** и **Зенит-4** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Финансовая лизинговая компания (NR): интересный выпуск CLN.** Комментарий к размещению (стр.3).
- ТГК-4 (NR): На наш взгляд, справедливая доходность предлагаемого выпуска не превышает 8.0%.** Комментарий к размещению (стр.3).
- НКНХ (B1/NR/B+): дополнения и корректировки нашего комментария от 4 июня (стр. 4)**
- Вкратце: Крупнейший в России автодилер Рольф** в ближайшее время получит международный кредитный рейтинг в категории «BB» – о таких ожиданиях сообщает банк-организатор выпуска еврооблигаций Рольфа. На наш взгляд, столь высокий рейтинг (на уровне лидера продуктовой розницы – X5) заставит инвесторов пересмотреть свои взгляды на кредитные риски автодилеров. Мы ожидаем, что получение Рольфом высокого рейтинга и успешное размещение его еврооблигаций с доходностью около 8% или ниже вызовут рост спроса на рублевые облигации Инком-Лада (11.7-12.0%), Автомир (10.5%) и Атлант-М (12.1%).
- Вкратце: Инфляция в России в мае составила 0.6%, на 0.1пп выше, чем в мае 2006 г.** Таким образом, значительные успехи по снижению инфляции, достигнутые в 1-м квартале 2007 г. (-1.6пп), продолжают «растрачиваться» (+0.2пп в апреле). Это усиливает ожидания укрепления рубля, способствует снижению ставок NDF/CCS и, при прочих равных, оказывает поддержку рынку рублевых облигаций.

- Вкратце: Зерновая компания АПК ОГО (NR) готовится провести частное размещение акций,** и ставит целью быть готовой к IPO к концу 2008 г. (Источник: Ведомости). Из публикации неясно, планируется ли продавать доли нынешних акционеров или проводить допэмиссию. Так или иначе, успешная реализация подобных сделок могла бы поддержать выпуск АПК ОГО (13.4%).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.99	+0.06	+0.35	+0.29
EMBI+ Spread, бп	152	-1	-15	-17
EMBI+ Russia Spread, бп	86	-3	-14	-10
Russia 30 Yield, %	5.86	+0.03	+0.25	+0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.09	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	447.1	-2.1	+62.2	-219.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1298.2	+19.3	+546.2	+1183.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	68.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	-0.13	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	70.5	+0.1	+5.2	+9.8
Индекс РТС	1834	+7	-96	-76

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

## Рынок еврооблигаций

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

В US Treasuries снова продажи – доходность **UST10** выросла на 6bp до 4.99%. Причина – сильная экономическая статистика по США и выступление **Б.Бернанке**, который напомнил инвесторам о том, что инфляция все еще выше приемлемого уровня. Сегодня в США будут опубликованы данные по рынку труда.

Спрэд **EMBI+** сузился на 1bp до 151bp, бумаги **Emerging Markets** продавали вслед за Treasuries. Не избежал продаж и выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.86%) – его котировки снизились примерно на ¼ до 111.625.

Брокер **Ренессанс Капитал (Ва3/BB-/BB-)** объявил вчера о планах по реорганизации компании, в частности – отделению бизнеса по управлению активами от инвестиционно-банковских операций. Поскольку подобные действия противоречат условиям обращающегося сейчас на рынке выпуска **RENOTE 09** (YTM 8.06%), компания обратилось к держателям облигаций с предложением убрать из условий выпуска ограничения на реорганизацию. В случае успешного одобрения на собрании держателей, проголосовавшие «за» получат компенсацию в размере 0.375% от номинала имеющихся у них бумаг.

Кроме того, много новостей вчера поступило с первичного рынка. Во-первых, стало известно о планах компании **Нутритек (NR)** по размещению евробондов на USD 50 млн. сроком на 1.5 года. Купон предположительно составит 9.25%. Выпуск CLN **NUTRIN 07** с погашением в конце ноября торгуется сейчас на уровне 100.50-100.75 (9.38%-8.80%). Мы полагаем, что, несмотря на небольшой объем (и предположительно низкую ликвидность), новый выпуск наверняка найдет покупателя. Напомним, что в прошлом месяце компания успешно провела IPO.

Незаметно для нас прошло доразмещение выпуска **GAZPRU 13**, номинированного в фунтах стерлингов. Объем доразмещения составил GBP250 млн., цена – 99.40, что соответствует годовой доходности на уровне 6.71%. До доразмещения выпуск торговался около номинала с доходностью 6.57%.

Стало известно о том, что на следующей неделе планируются размещения евробондов **Транснефти (A2/BBB+)**, сроком на 5 лет, двумя траншами – в долларах и евро, а также автодилера **Рольф** (ожидаются рейтинги BB, срок 3-5 лет). О планах эмиссии еврооблигаций во втором полугодии 2007 г. сообщили украинский Банк **Финансы и кредит (B2)**, объем до USD700 млн., и украинская государственная железнодорожная компания **Укрзализныця** – объем займа составит USD100-200 млн.

## Рынок рублевых облигаций

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

Рост доходностей еврооблигаций стал для многих хорошим поводом для продаж в длинных ОФЗ и выпусках первого эшелона. На наш взгляд, это безусловно имеет смысл, т.к. в течение ближайших нескольких недель вероятно существенное сокращение объема свободной рублевой ликвидности (платежи ЮКОСа в бюджет на 430 млрд. руб., размещение ОБР на 350 млрд., доразмещение ОФЗ). Кроме того, перед уходом в отпуск часть инвесторов может предпочесть зафиксировать прибыль. Поэтому, на наш взгляд, достаточно высоки шансы встретить осень на более высоких уровнях доходности в рублевых облигациях.

Вчера примерно 5-15bp в цене потеряли длинные ОФЗ – **46018** (-5bp; YTM 6.41%), **46017** (-10bp; YTM 6.33%), **46020** (-13bp; YTM 6.74%). В первом эшелоне пострадали выпуски **Газпром-9** (-13bp; YTM 7.08%), **АИЖК-9** (-5bp; YTM 7.37%), **ЛУКОЙЛ-3** (-10bp; YTM 7.08%), **Москва-39** (-11bp; YTM 6.42%), **Москва-44** (-11bp; YTM 6.47%), **РЖД-6** (-5bp; YTM 6.83%), **МосОбласть-6** (-10bp; YTM 6.75%). На этом фоне облигации второго-третьего эшелонов держатся достаточно уверенно.

Вчера были объявлены купоны до погашения по выпуску **Моссельпром-1** (YTM 12.75%). Процентная ставка была снижена до 12.5%, таким образом, исходя из текущих котировок облигаций, находящихся около номинала, доходность к погашению составит около 12.89%.

Накануне же по облигациям **ОГК-3-1** (УТР 7.00% par) была определена ставка 2-го купона в размере 6.75%, что соответствует доходности к новой полугодовой оферте на уровне 6.87%. К сожалению, с момента размещения в декабре 2006 года ни одной сделки с этим выпуском совершено не было. Не очень понятно, зачем компании оставлять облигации в обращении – ведь ОГК-3 обладает избыточной ликвидностью после проведения крупной доэмиссии акций (привлечено USD3 млрд.).

На сегодня намечено размещение выпуска **ЮТК-5** (объем 2 млрд. рублей, срок – 5 лет, оферта через 3 года). Сопоставимый по дюрации выпуск **Дальсвязь-2** сейчас торгуется на уровне 7.40%. По сравнению со другими компаниями группы Связьинвест, долговая нагрузка ЮТК пока остается заметно более высокой, а кредитные рейтинги – ниже на 1-2 ступени. Вместе с тем, учитывая уверенную позитивную динамику кредитного профиля ЮТК и быстрое сближение ее характеристик с остальными телекомами, а также очень высокий аппетит среди инвесторов на облигации «дочек» Связьинвеста (особенно среди нерезидентов, т.к. Связьинвест не представлен на рынке еврооблигаций), премия нового выпуска ЮТК к Дальсвязи вряд ли составит более 30-35бп. Мы также хотели бы обратить внимание на излишне «плоский» характер кривой облигаций Связьинвеста, т.е. длинные и более ликвидные выпуски торгуются с более узкими спредами к ОФЗ и процентным свопам по сравнению с короткими. В этом смысле привлекательность длинных выпусков телекомов достаточно спорна.

Сегодня же на вторичный рынок выходит несколько выпусков, самым интересным из которых нам кажется **Зенит-4** (УТР 8.27% par). Его Z-спред к свопам сейчас примерно на 15бп шире, чем у более короткого **Зенит-3** (УТР 7.62%).

## Финансовая лизинговая компания (NR): комментарий к размещению

*Аналитики: Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com*

В настоящее время проводится маркетинг выпуска CLN Финансовой лизинговой компании (ФЛК). Насколько мы понимаем, размещение планируется завершить на следующей неделе. Параметры – USD100 млн., срок – 4 года, оферта – 2 года, ориентир по купону – 9.25%.

ФЛК представляет собой финансовый институт, призванный обслуживать потребности компаний Объединенной Авиастроительной Корпорации (ОАК) в лизинге. В первую очередь, речь идет о финансировании закупок нового оборудования, необходимого для модернизации заводов ОАК. В дальнейшем (в т.ч. с запуском в производство самолетов Sukhoi SuperJet) лизинговые услуги, вероятно, будут предоставляться покупателям SuperJet. В настоящий момент 37.3% акций ФЛК принадлежат ОАК, еще 40.2% – федеральному правительству. В будущем, согласно документации организаторов, федеральное правительство увеличит свою долю в ФЛК, а затем контроль над компанией полностью перейдет к ОАК.

Кредитные метрики ФЛК выглядят вполне достойно. Т.к. по сути ФЛК представляет собой финансовый институт, то ключевыми здесь являются показатели адекватности капитала, а также качество кредитного (лизингового) портфеля. Что касается капитализации, то на начало 2007 г. соотношение Собственный капитал/Активы составляло 46%. Это соотношение указывает на высокую степень финансовой устойчивости (критическим считается показатель ниже 10%). Как сообщил нам представитель организатора выпуска CLN, в ближайшие годы ФЛК ожидает серию крупных инъекций капитала от своих акционеров (~3хUSD200 млн.). Мы нашли подтверждение этому в Федеральном бюджете на 2007 г., в котором предусмотрены средства для покупки новых акций ФЛК. Это позволит поддерживать показатели адекватности капитала на высоком уровне по мере роста масштабов деятельности.

Что же касается кредитного качества лизингового портфеля ФЛК, то оно представляется нам вполне приемлемым. Высокий уровень концентрации компенсируется тем, что основной клиент – ОАК – обладает высоким уровнем платежеспособности благодаря господдержке (крупные объемы бюджетного

финансирования, кредиты госбанков), а также наличия большого портфеля долгосрочных контрактов. Облигации компаний, входящих в ОАК (Иркут, МиГ, Сухой) или близких к корпорации (УМПО, НПО Сатурн), сейчас торгуются с доходностями около 8% и ниже. Эквивалент долларовой доходности в размере 9.25% по предлагаемому 4-летнему CLN ФЛК с 2-летней офертой соответствует рублевой доходности на уровне 9.50%, т.е. не менее 150бп премии к кривой компаний ОАК. Для сравнения, облигации лизинговой компании РТК-Лизинг (с непрозрачной структурой собственности), обслуживающей группу Связьинвест, торгуются с премией около 60-65бп к кривой доходности Связьинвеста. Поэтому мы считаем выпуск CLN ФЛК интересным и рекомендуем участвовать в нем. Мы ожидаем высокого спроса на выпуск со стороны иностранных инвесторов.

## ТГК-4 (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа Территориальной генерирующей компании №4 объемом 5 млрд. руб., сроком погашения через 5 лет и с офертой через два года.

Регион присутствия ТГК-4 - европейская часть России (Липецкая, Орловская, Смоленская области и др.). Компания является третьей в России по величине установленной тепловой мощности (17717 Гкал/ч) и шестой – по электрической мощности (3324 МВт). Доля выручки от продажи тепловой энергии в 2006 году составила 45%. В топливном балансе преобладает природный газ (97%). В сентябре 2006 года компания закончила реорганизацию и перешла на единую акцию. В настоящее время основным акционером ТГК-4 является РАО ЕЭС, которому принадлежат 50.01% голосующих акций. В ноябре текущего года компания планирует провести допэмиссию акций, в результате которой доля РАО ЕЭС может снизиться до блокирующей. Насколько мы понимаем, ТГК-4 попадает в сферу интересов Норникеля, который может быть одним из претендентов на покупку допэмиссии компании.

Равно как и все остальные генерирующие компании России, ТГК-4 имеет значительные потребности в инвестициях. Предполагается, что до 2010 г. их общий объем составит 37 млрд. руб., а до 2015 года – 80 млрд. руб. Основными источниками финансирования станут средства, привлеченные в ходе допэмиссии, запланированной на ноябрь 2007 г. Финансовый план на 2007-2010 гг. предусматривает достаточно скромные заимствования (около 7 млрд. руб.).

Для оценки финансового профиля ТГК-4 мы воспользовались «проформой» отчетности, подготовленной организатором займа. На наш взгляд, по своему кредитному качеству ТГК-4 ближе всего к ТГК-1. Компании имеют сопоставимые показатели выручки, рентабельности и долговой нагрузки. При этом преимуществами ТГК-1 являются более удачное географическое положение, а также высокая доля гидрогенерации в выработке. Выпуск ТГК-1 сейчас торгуется с доходностью 7.82% к оферте через 3 года. При этом скорая допэмиссия (вероятно, в пользу Газпрома или Fortum) может способствовать дальнейшему снижению доходности облигаций ТГК-1 и ее сближению с доходностью выпуска ОГК-5 (7.6%).

Справедливую доходность облигаций ТГК-4 мы оцениваем на уровне 7.90%-8.00%, что соответствует нижней границе ориентиров организаторов.

### Ключевые финансовые показатели ТГК-4 и других генерирующих компаний, РСБУ

млн. руб.	2006г. проформа	1К2007	2006г. ТГК-8	2006О ТГК-6	2006 ТГК-1	2006 МСФО Мосэнерго
Выручка	20 707	8 187	14 556	16 115	20 503	67 243
ЕБИТДА	2 309	1 843	345	600	2 002	16 867
Чистая прибыль	-272	869	41	(544)	598	8 596
Долг	4 950	5 254	3 494	2 340	6 407	21 018
Собственный капитал	16 667	17 531	11 049	-	29 956	75 958
<b>Ключевые показатели</b>						
Рентабельность ЕБИТДА	11.15%	22.5%	2.4%	3.7%	9.8%	25%
Рентабельность по чистой прибыли	-	10.6%	0.3%	-	2.9%	12.8%
Долг/ЕБИТДА	2.14	0.71	10.1	3.9	3.2	1.2

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка;

## НКНХ (NR): дополнения и корректировки к комментарию от 4 июня

*Аналитики: Михаил Галкин, Денис Воднев e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com*

В нашем комментарии от 4 июня мы анализировали финансовые результаты НКНХ по РСБУ за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г., а также рассуждали о неопределенности в отношении будущей финансовой политики компании. Сегодня мы бы хотели сделать следующие корректировки и дополнения:

1. Как нам удалось выяснить, НКНХ продолжает разработку ТЭО долгосрочной инвестиционной программы предварительным объемом не менее USD5 млрд. Речь идет в основном о строительстве новых мощностей по производству продуктов с высокой добавленной стоимостью. Инвестпрограмма потребует детального изучения и одобрения, а ее реализация вряд ли начнется раньше 2008 г. У компании есть понимание того, что финансирование такой инвестпрограммы только за счет долга вряд ли возможно. Акционеры НКНХ пока не отказались от идеи проведения крупной доэмиссии акций (первая попытка была недавно заблокирована ФСФР).

2. Мы допустили неточность при расчете показателей EBITDA по РСБУ за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г. Уточненные результаты представлены в таблице ниже. Скорректированные показатели операционной рентабельности и покрытия долга выглядят еще лучше по сравнению с нашими первоначальными расчетами. Улучшение финансовых результатов в 1-м квартале во многом связано с запуском производства полипропилена (дает о себе знать реализация инвестпрограммы), а не только с улучшением ценовой конъюнктуры.

<b>Ключевые финансовые показатели НКНХ</b>					
Млн. руб.	2005 МСФО	2006П МСФО	2005 РСБУ	2006 РСБУ	1 кв. 2007 РСБУ
Выручка	45 703	49 676	42 062	47 527	14 243
ЕБИТДА	5 066	6 099	7 526	7 195	2 481
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
<b>Ключевые показатели</b>					
Рентабельность EBITDA (%)	11%	12%	18%	15%	17%
Рентабельность чистой прибыли (%)	2%	5%	5%	7%	9%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	3.1	1.7	2.0	1.8	1.2
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	<a href="mailto:Alexander.Zubkov@mdmbank.com">Alexander.Zubkov@mdmbank.com</a>
Евгений Лысенко	<a href="mailto:Evgeny.Lysenko@mdmbank.com">Evgeny.Lysenko@mdmbank.com</a>

**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**

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.