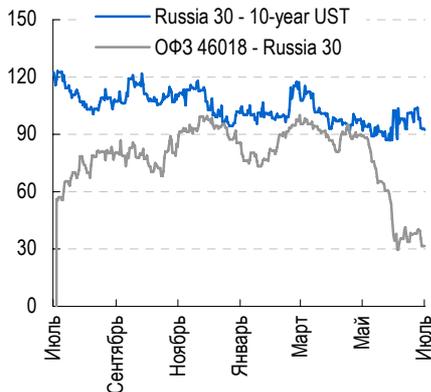
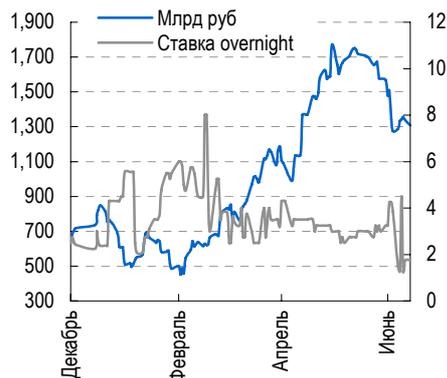


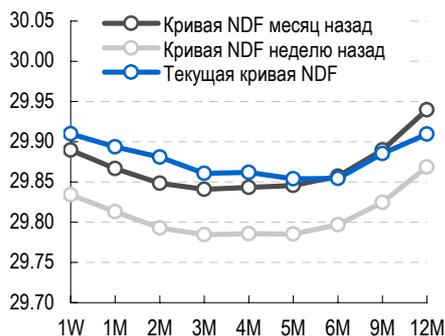
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

10 июля	Размещение руб.обл. X5-Финанс
12 июля	Торговый баланс США
12 июля	Размещение руб.обл. Энергоцентр
16 июля	Уплата ЕСН
18 июля	Доразмещение ОФЗ 26199
18 июля	Статистика по ИПЦ в США
19 июля	Стенограмма июньского заседания FOMC
20 июля	Уплата НДС

Рынок еврооблигаций

- Доходности UST выросли на сильных Payrolls. Сегмент EM сузил спрэды. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Газпром-9 выглядит привлекательно. О новых купонах по Криогенмаш-2 (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Макромир (NR) и Провиант (NR): комментарии к размещениям (стр. 3-4).
- Вкратце: Холдинг Марта (NR) намерен приобрести челябинскую розничную сеть Незабудка (Источник: Коммерсантъ). По нашим оценкам, сделка приведет к увеличению консолидированной долговой нагрузки на холдинг. Вместе с тем, на наш взгляд, негативное влияние данной транзакции на кредитный профиль Марты в значительной степени компенсируется тем, что холдинг проводит ряд сделок по повышению ликвидности своих активов. Ключевым в этом смысле стало IPO девелоперской дочки Марты – компании РТМ, состоявшееся в мае (капитализация – около USD350 млн.). По нашим оценкам, у Марты еще есть свободные от залога акции РТМ, которые холдинг может использовать в качестве обеспечения в случае возникновения проблем с получением беззалогового финансирования. До конца 2007 г. может состояться equity-сделка во втором по величине активе Марты – сети Гроссмарт (Источник: Коммерсантъ). Тем не менее, очевидно, что Марта остается заемщиком с агрессивным кредитным профилем. Котировки облигаций Марта-Финанс 1-й и 3-й серий восстановились после провала в апреле и приближаются к своим справедливым уровням, которые в терминах доходности мы оцениваем в 14-15% (сейчас около 17%).
- Вкратце: Moody's повысило корпоративный рейтинг Северстали на 1 ступень до «Ba2». Мы указывали на высокую вероятность «upgrade» Северстали в своих комментариях к финансовым результатам компании за 2006 г. (3 июля). Обращаем также внимание, что рейтинги еврооблигаций Северстали были повышены Moody's сразу на 2 ступени, т.к. в связи со снижением доли обеспеченного долга агентство решило прекратить отражать в рейтингах «субординацию» облигаций.
- Вкратце: Розничные сети X5 (B1/BB-) и Мосмарт (NR) участвуют в тендере по продаже Рамстора (Источник: Интерфакс). Мы пока не знаем, как будет финансировать покупку в случае победы каждая из сетей (долг или акции). В любом случае, при прочих равных, из-за разницы в масштабах это представляет собой меньший риск для кредиторов X5 по сравнению с кредиторами Мосмарта.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.18	+0.04	+0.21	+0.48
EMBI+ Spread, бп	161	-7	+5	-8
EMBI+ Russia Spread, бп	92	-6	+2	-4
Russia 30 Yield, %	6.12	+0.04	+0.22	+0.47
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	0	-0.01	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	461.6	-28.1	-15.3	-204.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	847.1	-2.4	-394.7	+732.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	136.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.44	+0.1	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.88	+0.03	-0.03	+0.20
Нефть (брент), USD/барр.	75.6	+0.8	+7.0	+14.9
Индекс РТС	1975	+2	+177	+65

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу доходность **10-летних UST** подскочила до отметки 5.18% (+4бп). Причина – сильные данные по рынку труда США (**Payrolls**).

Котировки облигаций **Emerging Markets** потянулись вниз вслед за американским рынком – основные индикативные выпуски потеряли в цене около 1/4. Но были и исключения – благодаря очень высоким ценам на нефть, облигации **VENZ 34** (+3/4; YTM 8.48%) и **ECUA 30** (+1/4; YTM 12.28%) показали рост котировок. Спрэд **EMBI+** по итогам пятницы сузился до 161бп (-7бп).

Российский сегмент еврооблигаций двигался в общем фарватере – цена **RUSSIA 30** (YTM 6.12%) снизилась на ¼ до 109 ¾, а спрэд к UST сократился до 94бп. В корпоративном секторе мы отметили продажи в длинных выпусках – **GAZPRU 22** (-1/4; YTM 6.70%), **LUKOIL 22** (-3/8; YTM 7.06%), **VIP 16** (-1/4; YTM 7.54%). Котировки размещенного накануне **KUZBAS 10** (YTM 8.99%) выросли до 100 1/8 – 100 1/4. Еврооблигации **Северстали** практически не отреагировали на новость о повышении рейтинга от Moody's.

На этой неделе будут опубликованы важные данные по розничным продажам, импортным ценам, и потребительским настроениям в США. Во вторник ожидается выступление главы ФРС США **Б.Бернанке**.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В пятницу **Альфа-Банк Украина** (Ba3) объявил о намерении разместить еврооблигации, номинированные в долларах. А вот **Банк Москвы** (A3/BBB), напротив, объявил, что откладывает выпуск 5-летних еврооблигаций, мотивировав свое решение возросшей волатильностью на мировых рынках.

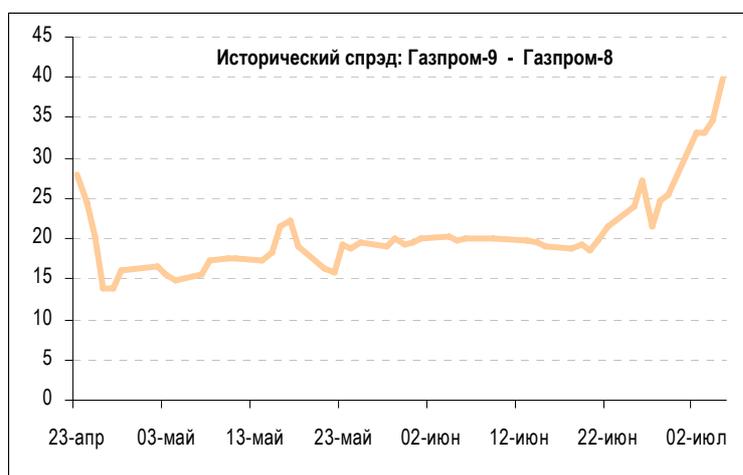
Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Из-за негативной динамики еврооблигаций длинные ОФЗ в пятницу продемонстрировали снижение котировок на 5-10бп. В корпоративном сегменте наступила некоторая стабилизация – цены большинства облигаций, подраставшие до этого на 15-20бп в день, остались без изменений. Исключение составили «отстававшие» ранее выпуски – **Москва-44** (+15бп; YTM 6.39%), **ФСК-5** (+14бп; YTM 6.63%), **ЛУКОЙЛ-3** (+16бп; YTM 6.84%).

Обращаем внимание на некоторую «неровность» кривой доходности рублевых облигаций Газпрома. Так, спрэд к ОФЗ выпуска **Газпром-9** на 25бп шире, чем спрэд **Газпром-8** (YTM 6.53%), и на 10-15бп шире, чем в других рублевых выпусках Газпрома. В связи с этим, мы предполагаем, что 9-й выпуск в ближайшие дни будет вести себя «лучше рынка».



Сужение спреда 9-го выпуска может потянуть за собой также и прочие длинные облигации первого эшелона (**МосОбласть-7, ЛУКОЙЛ-4, РЖД-7**).

В пятницу были объявлены новые купоны по выпуску **Криогенмаш-2** (УТР 9.76%) – до погашения через год процентная ставка была сохранена на уровне 9.75%. Таким образом, доходность составит около 9.98% по номиналу. На наш взгляд, держателям облигаций лучше предъявить их к оферте и приобрести выпуск **Криогенмаш-1** (УТР 11.49%), у которого годовая оферта, но доходность (во всяком случае исходя из доступных котировок) заметно более привлекательна.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ходе размещения в пятницу ставка купона по выпуску **АПК ОГО-3** была установлена в размере 13.50% (УТР 13.96%). Мы оценивали справедливый уровень доходность около 13.50-13.75%. Минфину из заявленных 409.46 млн. рублей 5-ти серий ОФЗ удалось продать только 231.54 млн. Мы связываем такие результаты с неудобной для инвесторов безаукционной формой размещения.

Макромир(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы Макромир объемом 1.5 млрд. руб. с офертой через год. Эмитентом выступает SPV - ООО «Макромир-Финанс». Поручителем является холдинговая компания группы – ООО «Макромир».

Группа Макромир объединяет компании, занимающиеся девелопментом торгово-развлекательных комплексов в Санкт-Петербурге. Компания была основана в 2001 году и осуществляет полный цикл работ от поиска земельных участков под застройку до последующей сдачи объектов в аренду. Насколько мы понимаем, строительство осуществляется посредством привлечения сторонних подрядчиков. На сегодняшний день портфель недвижимости группы состоит из 3 уже завершенных торговых комплексов общей площадью 72 тыс. м.кв., а также двух объектов, находящихся в заключительной стадии реализации (общая площадь – около 150 тыс. м.кв.). Еще два объекта находятся на начальной стадии строительства (около 71 тыс. кв. м.). Рыночная стоимость объектов недвижимости по собственной оценке компании, на начало 2007 г. превысила USD257 млн. Холдинговая структура пока находится в процессе формирования. Конечными бенефициарами Макромира, по сообщениям СМИ, являются А.В. Рогачев (совладелец X5 Retail Group), а также П.Р. Андреев (совладелец ГК «ЛЭК» – крупного Санкт-Петербургского строительного холдинга).

Ключевыми сильными сторонами кредитного профиля Макромира мы считаем:

- Наличие акционеров, способных оказать компании поддержку в стресс-сценарии. Акционеры предоставляют компании беззалоговые долгосрочные кредиты (13% пассивов на конец 2006 г.), и в 2007 г. намерены увеличить акционерный капитал на USD30 млн.
- Адекватный уровень прозрачности (отчетность по МСФО, правда, цифры за 2006 г. пока не подтверждены аудитором)
- Хорошую капитализированность баланса (см. табл.) и высокую ликвидность активов.

Помимо этих факторов, позитивным фоном для размещения облигаций служат публикации СМИ о возможном проведении компанией IPO уже осенью 2007 г., а также об интересе к Макромиру со стороны розничного гиганта Wal-Mart.

Среди ключевых слабостей Макромира, с точки зрения кредитного риска, мы отмечаем очень небольшой реальный денежный поток, который едва покрывает проценты по долгу, а также предположительно очень высокую долю обеспеченного долга. Последнее подразумевает необходимость дополнительной премии по облигациям за «субординацию».

Учитывая «слабую» отчетность компаний группы Макромир по РСБУ (стоимость активов в ней значительно ниже рыночной стоимости), мы предполагаем, что российским банкам будет непросто открыть лимиты на необеспеченный риск Макромира. Возможно, спрос на предлагаемые облигации будет отчасти обеспечен иностранными банками, которые сейчас легче «принимают» и понимают риски девелоперов, а также больше доверяют отчетности по МСФО.

Так или иначе, мы оцениваем «справедливую» доходность по облигациям Макромира на уровне 11.75%-12.00%. Одним из возможных ориентиров может служить размещенный недавно выпуск облигаций другого питерского девелопера – Сэтл Групп (11.75%).

Консолидированная финансовая отчетность группы «Макромир», МСФО

USD млн.	2005 г.	2006 г.	2006П г. Сэтл Групп
Выручка	8	17	85
Операционная прибыль*	50	76	-
ЕБИТДА	-	-	14
Чистая прибыль	33	44	8
Финансовый долг**	39	125	54
Собственный капитал	42	77	42
Основные средства и инвестиционная собственность	113	258	65
Активы	130	273	161
Основные коэффициенты			
Рентабельность ЕБИТДА	-	-	16.5%
Чистая рентабельность	-	-	9.4%
Рентабельность активов	25%	16%	5%
Рентабельность собственного капитала	78%	57%	19%
Финансовый долг/Операционная прибыль	0.78	1.64	3.72
Финансовый долг/Капитал	0.93	1.62	1.3
Капитал/Активы	0.32	0.28	0.26

Источник: данные компаний, оценка МДМ-банка, * - с учетом дохода от переоценки, ** - без учета займов от связанных сторон

Провиант(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа розничной сети «Провиант» объемом 1 млрд. рублей с офертой через год. Эмитентом выступает SPV – ООО «Провиант-Финанс». Поручителями являются 2 крупнейших региональных розничных оператора группы (ООО «Розничная сеть ПРОВИАНТ-1», и ООО «Розничная сеть ПРОВИАНТ-3»), а также компания-собственник имущества (ООО «Коммерческая недвижимость»).

Группа «Провиант» - региональная розничная продовольственная сеть, работающая в форматах «магазин у дома» (110 магазинов») и «супермаркет» (3 магазина). Ее позиции наиболее сильны в Белгородской и Воронежской областях, на которые приходится около 75% оборота (2006 г). Совокупная торговая площадь магазинов составляет 36.3 тыс. м.кв., из которых около трети – в собственности группы (при этом более половины собственной недвижимости – в залоге). Компания находится сейчас в активной инвестиционной стадии и развивается достаточно быстрыми темпами. Конечными бенефициарами группы являются ее основатели/топ-менеджеры.

На наш взгляд, Провиант – типичная региональная продуктовая розничная сеть. Основные «слабости» кредитного профиля компании – это отсутствие репрезентативной отчетности по РСБУ, низкая рентабельность (вероятно, в связи с относительно небольшим уровнем подушевых доходов в ключевых регионах присутствия и недостатками в логистической системе), высокая доля обеспеченного долга, а также вероятный рост долговой нагрузки в 2007 г. (с 2.5x до 4.0 или выше в терминах Долг/ЕБИТДА).

Насколько мы понимаем, организатор выпуска облигаций Провианта ориентирует рынок на доходность 12.5-12.75%. Мы полагаем, что этот уровень вполне адекватен кредитному профилю Провианта и доходностям облигаций других региональных продуктовых розничных операторов (например, Бахетле, Самохвал, Виват, Кора). Мы по-прежнему считаем, что в сегменте продуктового ритейла выпуски представителей 2-3-го эшелона наиболее интересны, т.к. не видим смысла переплачивать за «оптически» более высокий кредитный риск в ситуации, когда в сегменте очень значителен аппетит к сделкам по слияниям/поглощениям.

Ключевые финансовые показатели группы Провиант, управленческая отчетность

USD млн.	2005	2006	2007П
Выручка	119	177	256
ЕБИТДА	3	6	10
Чистая прибыль	2	3	5
Долг	10	15	43
Собственный капитал	14	24	30
Активы	36	56	92
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	2.5%	3.4%	3.9%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	3.3	2.5	4.3
ЕБИТДА/проценты	1.9	2.2	2.6
Долг/Собственный капитал (x)	0.7	0.6	1.4

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

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

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, опубликовать, 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.