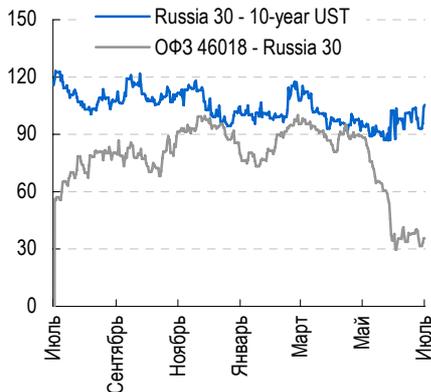
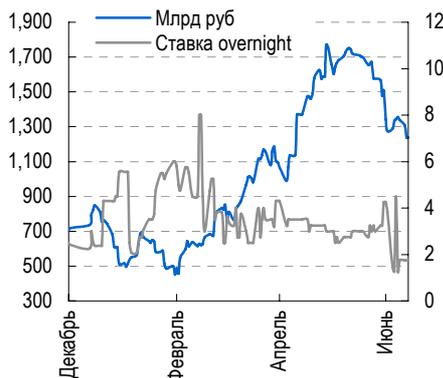


среда, 11 июля 2007 г.

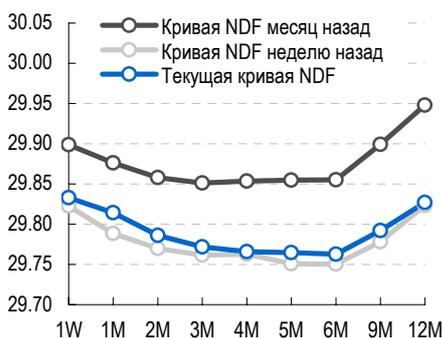
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 июля	Торговый баланс США
12 июля	Размещение руб.обл. Энергоцентр-1
12 июля	Размещение руб.обл. РостЛайн-1
12 июля	Размещение руб.обл. Домоцентр-1
13 июля	Индекс цен на импорт в США
13 июля	Статистика по розничным продажам в США
16 июля	Уплата ЕСН
17 июля	Размещение руб.обл. Удмуртия-25002

Рынок еврооблигаций

- Проблемы sub-prime mortgages привели к ралли в UST и расширению EM (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Обращаем внимание на облигации Мособласти, Волгателеком-2, ЮСКК, а также выпуски, выходящие сегодня «на вторичку» (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Возможное поглощение Незабудки холдингом Марта (NR):** комментарии по итогам беседы с представителем Марты (стр. 3)
- Группа «Стратегия РОСТ» (NR):** комментарий к размещению (стр.4).
- Вкратце: ОГК-5 (Ва3) отчиталась по МСФО за 2006 г.** Компания несколько разочаровала инвесторов в части операционной рентабельности (ЕВITDA margin только 9.8%). Мы полагаем, что экстраполировать эти результаты пока преждевременно. В любом случае, с точки кредитоспособности, в среднесрочной перспективе ОГК-5 выглядит более чем уверенно – средства от проведенной в 2006 г. допэмиссии акций пока не потрачены, поэтому чистый долг отрицателен. Недавно блокпакет акций ОГК-5 приобрел итальянский гигант Enel (A1/A/A+), который теоретически может стать контролирующим акционером компании. В этом случае облигации ОГК-5 (7.3%; ОФЗ+155бл), которые и так выглядят относительно дорого, могут продолжить сужение спрэдов.
- Вкратце: АФК Система (В3/В+/В+) показала хорошие результаты по МСФО за 1-й квартал 2007 г.** Показатель «Чистый долг/ЕВITDA годовая» находится в пределах 1.5х. Выпуски еврооблигаций компании вряд ли отреагируют на публикацию результатов. Мы полагаем, что Система заслуживает повышения кредитных рейтингов.
- Вкратце: S&P подтвердило рейтинг оператора наружной рекламы Gallery на уровне В-/Позитивный.** Котировки выпуска еврооблигаций GALCAP 13 в последнее время росли на слухах об интересе к компании со стороны Газпром-Медиа.
- Вкратце: S&P подтвердило рейтинг Банка Петрокоммерц (В+),** пояснив, что не ожидает разрыва связей банка с ЛУКОЙЛом в среднесрочной перспективе, несмотря на вероятную продажу Петрокоммерца казахстанской группе Сеймар.
- Вкратце: Норвежская рыбная компания Austevoll может приобрести до 20% акций группы Русское море (NR), в соответствии с подписанным протоколом (Ведомости).** Новость, безусловно, позитивна но мы не стали бы переоценивать ее влияние на кредитный профиль Русского Моря (9.7%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.02	-0.12	-0.08	+0.32
EMBI+ Spread, бп	174	+12	+15	+5
EMBI+ Russia Spread, бп	102	+10	+3	+6
Russia 30 Yield, %	6.07	-0.03	-0.05	+0.42
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	-0.01	-0.05	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	471.4	+3.7	-5.5	-194.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	767.6	-1.6	-474.2	+652.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	67.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.40	+0.2	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.83	-0.06	-0.08	+0.15
Нефть (брент), USD/барр.	76.4	+0.6	+6.8	+15.7
Индекс РТС	1978	-22	+180	+68

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

Рынок еврооблигаций

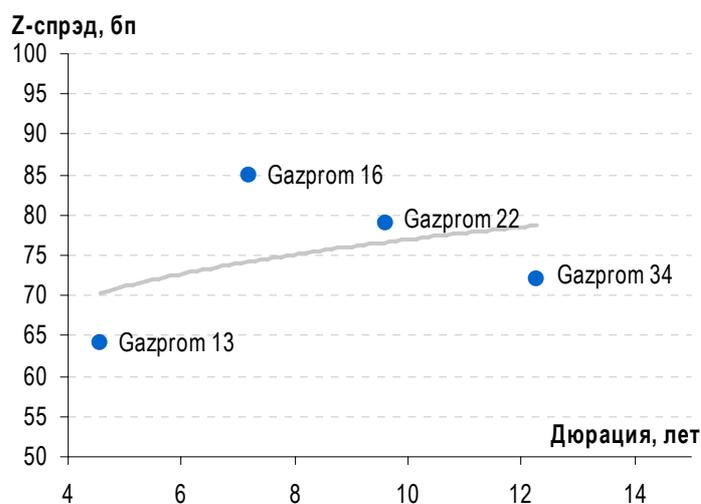
Аналитики: Максим Коровин, Дмитрий Смелов, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашний день, наверняка, заставил понервничать многих инвесторов – доходность **10-летних UST** упала на 126п (!) до 5.02%, индекс **Dow Jones** снизился на 1.10%. Как мы понимаем, старт дал пресс-релиз **S&P**, в котором агентство сообщило, что может понизить рейтинги **subprime-backed** облигаций и **CDO**. Позже **Moody's** отметило, что оно уже снизило рейтинги 399 подобных выпусков. В довершение сего один из крупнейших американских застройщиков заявил о том, что не наблюдает существенных признаков восстановления рынка жилья в США. Речь **Б.Бернанке**, в которой он рассуждал о монетарной политике, инфляции и связанных с ними ожиданиях, носила более академический характер, поэтому особого влияния на рынки не оказала.

Возросшая волатильность на американском рынке практически не задела облигации **Emerging Markets** – спрэд **EMBI+** расширился до 1746п (+126п), но преимущественно за счет ралли в UST. Котировки большинства индикативных выпусков остались без изменений, подешевели только наиболее рискованные и волатильные бонды – **TURKEY 34** (-5/16; УТМ 7.34%), **VENZ 34** (-7/8; УТМ 8.52%), **ARGENTINA 30** (-1/2; УТМ 8.53%). Мы полагаем, что реакция могла бы быть более эмоциональной, если бы не сезон отпусков.

Российские еврооблигации также слабо отреагировали на движения Treasuries. Цена **RUSSIA 30** (УТМ 6.07%) выросла примерно на ¼. Правда спрэд к UST расширился до 1046п. В корпоративном секторе все так же тихо. Мы бы хотели обратить внимание на **GAZPRU 16** (УТМ 7.20%), чей спрэд к свопам сейчас заметно шире, чем у соседних выпусков:



НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стал известен price-talk по 3-летним еврооблигациям **УкрСибБанка** (Ba2/BB-) – процентная ставка ожидается на уровне 7.25%. На наш взгляд, это может быть интересно - по дюрации выпуск встанет между уже обращающимися **UKRSIB 08** (УТМ 6.43%) и **UKRSIB 11** (УТМ 7.50%), а премия к кривой составит около 30-40бп.

Банк **ТуранАлем** (Ваа3/BB/BB+) провел доразмещение выпуска **BTAS 37** (УТМ 8.67%) на USD250 млн. по цене 95.00% от номинала. Накануне выпуск торговался примерно около 95 ½.

КазКоммерцБанк (Ваа1/BB+/BB+) обратился к держателям облигаций **ККВ 09** (УТМ 6.73%) с предложением обменять их на **ККВ 14** (УТМ 8.21%). Ценовые ориентиры доразмещения будут объявлены 17 июля.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки длинных ОФЗ вчера подросли примерно на 10бп вслед за US Treasuries. В корпоративном сегменте по-прежнему наибольший спрос сосредоточен в облигациях первого эшелона – **Газпром-8** (+11бп; YTM 6.50%), **РЖД-7** (+8бп; YTM 6.75%), **ЛУКОЙЛ-3** (+27бп; YTM 6.74%), **Газпром-9** (+18бп; YTM 6.90%). Во втором эшелоне подросли котировки distressed выпуска **РуссНефть-1** (+2.8п.п.; YTP 35.17%), который сейчас торгуется на уровне 74-76п.п.

Обращаем внимание на выпуски **МосОбласть-6** (YTM 6.64%) и **МосОбласть-7** (YTM 6.98%), которые фактически «стоят на месте» на растущем рынке. Кроме того, привлекательно смотрится **ВолгаТелеком-2** (YTM 6.91%) – несмотря на то, что он короче 2-х других выпусков компании, его спред к свопам примерно на 30бп шире.

Вчера **Южная строительная коммуникационная компания** объявила, что намерена выкупить около 36.4% от первоначального объема (600 млн.) выпуска **ЮСКК-1** (YTM 13.41%). В период с 19 июля по 31 августа инвесторы смогут продать облигации по номиналу, примерно на таком уровне они сейчас и торгуются. В июле прошлого года компания уже выкупила около 40.4% займа. На наш взгляд, это хорошая возможность для инвесторов сократить позиции в низколиквидном выпуске.

Сегодня на вторичные торги выходит ряд интересных выпусков: **Атомстройэкспорт-1** (YTP 7.74%), **Ленэнерго-3** (YTM 8.15%), **Челябэнерго-1** (YTP 7.91%) и **Судостроительный банк-2** (YTP 9.71%). Облигации энергетических компаний в последнее время пользуются стабильным спросом, поэтому мы не исключаем роста их котировок сегодня. А заем Судостроительного банка интересен тем, что со временем, вероятно, попадет в список А1, куда уже включен **Судостроительный банк-1** (YTM 9.50%).

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Размещение облигации **Х5-Финанс-1** прошло очень удачно для компании – ставка купона была зафиксирована в размере 7.60% (YTP 7.74%). Как мы и предполагали, дисконт к уже обращающимся выпускам составил около 15бп. Вероятно, основной спрос обеспечили нерезиденты, чем и объясняется низкая процентная ставка.

Купон по облигациям **Макромир-1** сложился на уровне 11.65% (YTP 11.99%). Справедливую доходность этого выпуска мы оценивали на уровне 11.75-12.00%.

Возможное поглощение Незабудки холдингом Марта: комментарий

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

Нам удалось получить комментарии представителя холдинга Марта по поводу сообщений СМИ (в т.ч. сегодняшней Коммерсантъ) о поглощении холдингом челябинской розничной сети Незабудка.

Насколько мы поняли, Марта действительно заинтересована в Незабудке, которая была недавно «выставлена на продажу» контролирующим акционером ритейлера – фондом прямых инвестиций Varing Vostok Capital Partners (BVCP). Незабудка может позволить Марте пополнить собственную продуктовую розничную сеть – Гроссмарт. В настоящее время стороны подписали протокол о намерениях, однако окончательно решение по сделке пока не принято.

В случае, если транзакция состоится, она будет структурирована как обмен акциями (Гроссмарта и Незабудки). По словам представителя Марты, холдинг не рассматривает варианты оплаты даже части покупки денежными средствами. Этот момент важен по двум причинам: во-первых, в случае поглощения Незабудки реальное увеличение долга Марты будет связано лишь с консолидацией обязательств

приобретаемой розничной сети. Во-вторых, фонд BVCP фактически станет миноритарным акционером Гроссмарта.

В связи с вышеизложенным мы полагаем, что сделка не несет в себе какой-либо значительной дополнительной угрозы кредитоспособности Марты. Несмотря на то, что мы по-прежнему считаем кредитный профиль Марты агрессивным, нам нравятся действия холдинга по повышению ликвидности своих активов (IPO девелопера PTM, equity-сделка с Pur Pur). Мы видим потенциал снижения доходности облигаций Марта-Финанс-1 и Марта-Финанс-2 с текущих 17% до 14-15%.

Стратегия РОСТ (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы «Стратегия РОСТ» объемом 1 млрд. руб. с офертой через год. Эмитентом выступает ведущее предприятие пищевого дивизиона группы - ООО «Рост-Лайн». Поручителями являются остальные крупные компании пищевого дивизиона (ООО «Рост-Олеон», ООО «ПК «ПЕТРА»). ОАО «Реактив», основная компания химического дивизиона, предоставляет дополнительную оферту.

Группа «Стратегия РОСТ» была создана в 1997 г. и объединяет в себе три дивизиона: пищевой, химический и автомобильный. На первые два направления приходится более 73% выручки (2006 г.). Пищевой дивизион (ключевой для группы) специализируется на дистрибуции импортируемого пищевого сырья (пальмовое и кокосовое масло, сложные жировые системы, какао-продукты), а также различных пищевых добавок и ингредиентов (консерванты, ароматизаторы, красители, соевые белки, специи и маринады) и контролирует от 4% до 17% рынка в различных товарных группах. Также в рамках дивизиона существует собственное производство (переработка сои). Крупнейшими клиентами группы являются мясоперерабатывающие и другие пищевые компании России: «Дарья», «Парнас», «Микояновский МК», «КампоМос», «Балтимор» и т.д. Структура группы в настоящий момент находится в стадии реорганизации. Аудированную консолидированную отчетность группа не публикует. Ее конечными бенефициарами являются основатели/менеджеры.

На наш взгляд, при достаточно небольших размерах (оборот чуть более USD100 млн. для преимущественно торговой компании – не так много) компания «Стратегия РОСТ» выглядит несколько «несфокусированной», т.е. имеет излишнюю степень диверсификации бизнеса и большое количество непрофильных активов.

Одним из ключевых бизнес-рисков компании мы считаем государственное регулирование импорта и обращения пищевых добавок.

Долговая нагрузка компании пока выглядит умеренной (1.7x в терминах Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г.). Однако привлекаемый заем, вероятно, приведет к скачкообразному росту нагрузки (до 5x или выше). Определенный комфорт обеспечивает неплохой уровень капитализации компании (собственный капитал - около 1 млрд. руб.). На балансе оферента (ОАО «Реактив») находятся имущественный комплекс площадью 22 тыс. м.кв. и земельный участок площадью 2 га вдоль набережной Невы, рыночная стоимость которых (согласно отчету независимого оценщика) составляет более 524 млн. руб. Мы предполагаем, что это имущество уже находится в залоге.

Прямых аналогов для сравнения на рынке рублевых облигаций нам подобрать не удалось. Ориентиры организаторов займа 12.36-12.89% к годовой оферте, в принципе, соответствуют уровню доходностей облигаций компаний пищевой и с/х отраслей 3-го эшелона.

Консолидированная финансовая отчетность пищевого дивизиона группы «Стратегия РОСТ», МСФО, неаудир.

USD млн.	2005 г.	2006 г.	2006 г. (вкл. ОАО «Реактив»)
Выручка	1 319	2 303	3 054
ЕВITDA	85	142	188
Чистая прибыль	69	120	153
Финансовый долг	143	245	454
Собственный капитал	278	415	1 018
Активы	548	850	1 812
Основные коэффициенты			
Рентабельность ЕВITDA	6.4%	6.2%	6.15%
Чистая рентабельность	5.2%	5.2%	5%
Финансовый долг/ЕВITDA	1.69	1.72	2.41
Финансовый долг/Капитал	0.52	0.59	0.45
Капитал/Активы	0.51	0.49	0.56

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
Денис Воднев	Denis.Vodnev@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.Ogurtova@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.