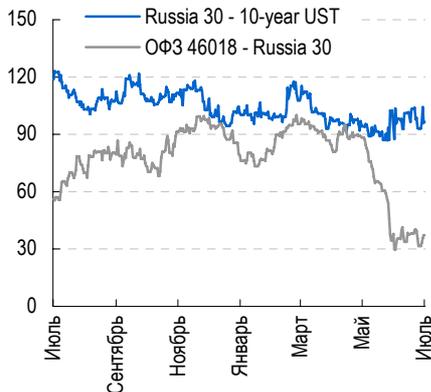
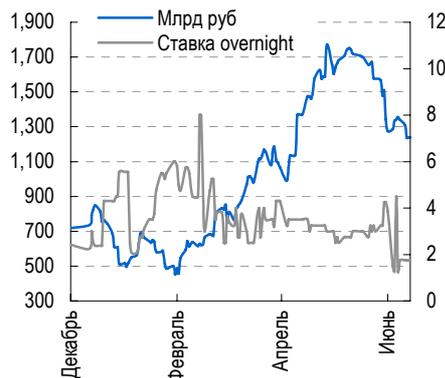


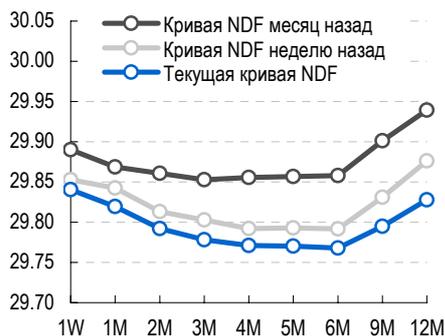
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



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

- В UST волатильность. Об итогах размещения TRACAP и ALFAUK (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Спрэд в Газпром-8 за последние недели сузился очень значительно. О потенциально уязвимой структуре выпуска Энергоцентр-1 (стр.3)

Новости, комментарии и идеи

- Домоцентр (NR): комментарий к размещению.
- Вкратце: Производитель детского питания Нутритек (NR) опубликовал сильные результаты за финансовый год, истекший 31 марта 2007 г. Выручка компании увеличилась на 65% до USD379 млн., показатель EBITDA margin достиг 18.9% против 14.1% в 2005 г. Уровень долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/EBITDA» снизился с 3.97x до 2.5x. После проведенного недавно IPO показатели долговой нагрузки компании должны были еще более укрепиться (часть привлеченных USD200 млн. акционеры намерены были потратить на выкуп допэмиссии). Обращающиеся на рынке два выпуска CLN NUTRIN 07 (8.7%) и NUTRIN 08 (8.75%; Z-свопы+340бп) достаточно малоликвидны. На наш взгляд, более интересно сейчас выглядит рублевый выпуск Нутритека, квартальные купоны по которому на период до июля 2008 г. были недавно установлены на уровне 9.5%. Доходность выпуска исходя из последних котировок (100.25) составляет около 9.50% (Z-свопы+445бп).
- Вкратце: Альфа-групп изучает возможность приобретения 50% акций автодилера Независимость. (Источник: Коммерсантъ). Ранее компании Инком-Авто и Genser продали миноритарные доли фондам прямых инвестиций. Новость свидетельствует о растущем equity-аппетите в сегменте автомобильного ритейла и может оказать поддержку высокодоходным облигациям компаний Инком-Авто, Автомир и Атлант-М.
- Вкратце: ОГК-2 (NR) опубликовала результаты по МСФО за 2006 г. Цифры выглядят заметно лучше оценок, представленных к материалам к размещенному недавно выпуску облигаций (3 года, УТР 7.85%). Показатель EBITDA margin составил 18%, «Долг/EBITDA» ≈ 1.3x.
- Вкратце: Мечел (NR) и МегаФон (ВаЗ/ВВ/ВВ+) отчитались по US GAAP за 1-й квартал. Обе компании показали очень неплохие результаты в части выручки и рентабельности. Долговая нагрузка Мечела и МегаФона находится на достаточно консервативных уровнях («Чистый долг/EBITDA годовая» ≤ 0.5x). Облигации компаний вряд ли отреагируют на новости.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.09	+0.07	-0.06	+0.39
EMBI+ Spread, бп	169	-5	+11	0
EMBI+ Russia Spread, бп	95	-7	+2	-1
Russia 30 Yield, %	6.05	-0.02	-0.04	+0.40
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.05	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	468.5	-2.9	-8.4	-197.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	769.1	+1.5	-472.7	+654.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	84.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.28	-0.1	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.85	+0.02	-0.06	+0.17
Нефть (брент), USD/барр.	75.4	-1.0	+6.6	+14.7
Индекс РТС	1996	+18	+198	+86

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В течение вчерашнего дня доходность **10-летних UST** несколько раз опускалась ниже отметки 5.00%, но к закрытию торгов выросла до 5.09% (+7бп). Похоже, что в условиях отсутствия заметной экономической статистики решающую роль сыграли выступления нескольких членов ФРС. Так, один из них вчера выразил уверенность, что экономическому росту в США ничего не угрожает. Одновременно с этим другой представитель ФРС заявил, что проблемы с sub-prime ипотекой не представляют системной угрозы для финансовой системы в целом.

Котировки облигаций **Emerging markets** сползли вниз вслед за американским рынком примерно на ¼, а совокупный спрэд **EMBI+** сузился до 169бп (-5бп). Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.05%) к вечеру вырос в цене примерно на 1/8, а спрэд к UST сузился до 96-97бп. Сегодня утром спрэд остался на этих же уровнях, котировки – 110 1/8-110 3/16.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера завершилось размещение субординированных еврооблигаций **Транскапиталбанка (B2)**. Процентная ставка была определена в размере 10.514%, т.е. по верхней границе ранее озвученного диапазона (10.25-10.50%). Таким образом, спрэд к «старшему» выпуску **TRACAP 10** (YTM 8.90%) составил около 160бп. На наш взгляд, такая премия за субординацию и более длинную дюрацию выглядит привлекательно. Мы ожидаем сужения спреда между новым TRACAP 17_12 и TRACAP 10 до 100-110бп, что более характерно для российских банков с сопоставимыми рейтингами (например, **MBRDRU**).

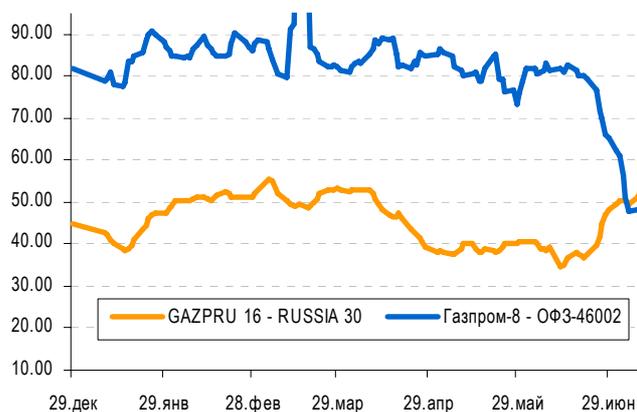
Альфа-Банк Украина (ВаЗ) разместил вчера 3-летние еврооблигации. Купон был зафиксирован на уровне 9.25%. Это предполагает спрэд к материнской кривой российского **Альфа-Банка** на уровне 150бп, т.е. примерно на 20бп, чем в более коротком **ALFAUK 09** (YTM 8.88%).

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Торговая активность в рублевых облигациях вчера была довольно высокой. В сегменте госбумаг спросом пользовались длинные выпуски – **ОФЗ 46020** (+13бп; YTM 6.75%), **ОФЗ 46018** (+8бп; YTM 6.41%). В корпоративном сегменте по-прежнему основная активность сосредоточена в выпусках первого эшелона – **Газпром-9** (+41бп; YTM 6.82%), **Газпром-8** (+23бп; YTM 6.44%), **ЛУКОЙЛ-3** (+33бп; YTM 6.65%) и проч. Обращаем внимание, что спрэд выпуска Газпром-8 к ОФЗ за последние недели сузился очень значительно – более чем на 35бп.



В сегменте облигаций 2-3 эшелона обращает на себя внимание спрос в выпуске **Холидей-1** (+25бп; УТР 10.25%). Мы рекомендуем обратить внимание на существенно более доходные облигации **Кора-1** (УТР 12.06%) – недавно эти две розничные сети объявили о слиянии.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

На сегодня намечено 3 размещения корпоративных выпусков (комментарии по группе «Стратегия РОСТ» см. во вчерашнем выпуске, по компании Домоцентр – ниже), в т.ч. облигаций **Энергоцентр-1** (3 млрд. рублей, 1.5-годовая оферта). Компания Энергоцентр на паритетных началах принадлежит известным рынку **МОИТК** (S&P: B) и **МОЭСК** (NR). Энергоцентр – пока «пустая» компания, которая ожидает получение 2 млрд. руб. в капитал и впоследствии – платы за присоединение к возведенным объектам электросетевого хозяйства.

Нас смущает структура облигаций – предполагается, что МОИТК поручается за 2/3 займа (т.е. 2 млрд. руб.), а на оставшийся объем МОЭСК должна выставить 1.5-годовую оферту (пока есть только комфортное письмо от компании). На наш взгляд, не исключена ситуация, при которой в случае дефолта Энергоцентра МОИТК исполнит поручительство в том числе по тем облигациям, что в соответствии с офертой выкупит МОЭСК, в результате чего некоторые держатели облигаций (из невыкупленных МОЭСК 2 млрд.) поручительством воспользоваться не смогут. В отсутствие оферты МОЭСК окончательные выводы делать рано, но тем не менее, повод для беспокойства есть. Размещенные недавно под поручительство МОИТК облигации Спецстроя-2 и Мособлгаза сейчас торгуются с доходностью около 8.75%. С учетом слабости структуры выпуска Энергоцентра справедливую доходность по нему мы оцениваем на уровне 9.25-9.40%. Более подробные комментарии к политике Мособласти по привлечению займов на «дочки» и связанном с этим кредитном риске см. в наших ежедневных выпусках от 24 мая и 22 июня (в т.ч. о неприятной ситуации с облигациями МОИА-1).

Домоцентр (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы Домоцентр объемом 1 млрд. руб. с офертой через полтора года. В качестве эмитента выбрана холдинговая компания группы. Поручителями по выпуску выступают ключевое оптовое подразделение, а также компания-балансодержатель основных активов.

Группа Домоцентр – сибирский ритейлер, специализирующийся на торговле строительными и отделочными материалами. Рыночная доля компании в основном регионе присутствия достигает 30%. В конце 2006 г. сеть состояла из 24 магазинов различных форматов, из которых 85% находились в собственности Домоцентра (в том числе в залоге – 16%). Согласно проведенной компанией Ernst&Young независимой оценке (отчетность по МСФО ожидается в ближайшие 2 месяца), рыночная стоимость собственных торговых площадей превышает 1.5 млрд. руб. Конечными бенефициарами компании являются ее основатели/менеджеры.

Основными факторами поддержки кредитного профиля группы мы считаем неплохие позиции компании в основном регионе присутствия, хорошую капитализированность бизнеса, а также наличие собственной логистической системы. Сравнительно невысокий уровень конкуренции в регионе и высокая доля торговых площадей в собственности обеспечивают компании достаточно высокий для ритейла уровень операционной рентабельности (EBITDA margin 8.5% в 2006 г.).

Среди слабостей кредитного профиля Домоцентра мы бы хотели отметить сравнительно небольшие (для розничной компании) размеры, недостаточный уровень информационной и финансовой прозрачности, вероятный рост долговой нагрузки («общее место» для абсолютного большинства ритейлеров), а также ожидаемое усиление конкурентного давления со стороны крупных иностранных игроков (OBI, Leroy Merlin, IKEA и т.д.).

На рынке облигаций уже присутствуют несколько компаний сегмента DIY¹ – это Лаверна (10.75%) и Паркет Холл (13.7%). Мы сомневаемся, что это «репрезентативные» примеры. Мы, скорее, предпочитаем ориентироваться на более ликвидный сегмент облигаций продуктовых ритейлеров 2-3 эшелона. Продуктовый ритейл, при прочих равных, нам нравится больше, чем DIY (меньше эластичность спроса, выше M&A аппетиты и equity valuations), поэтому мы бы рекомендовали покупать облигации Домоцентра с доходностью не менее 11.75-12.0%. В противном случае лучше обратить внимание на высокодоходный сегмент продуктового ритейла (например, УК КОРА, Виват, Самохвал, Бахетле).

Консолидированная финансовая отчетность группы «Домоцентр», РСБУ

млн. руб.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Выручка	1 613	2 073	2 775
Валовая прибыль	448	619	848
ЕБИТДА	79	195	235
Чистая прибыль	41	139	166
Финансовый долг	145	273	652
Собственный капитал	356	499	664
Активы	749	1 004	1 622
Основные коэффициенты			
Рентабельность ЕБИТДА	4.9%	9.4%	8.5%
Чистая рентабельность	2.5%	6.7%	5.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.83	1.4	2.8
Финансовый долг/Капитал	0.41	0.55	0.98
Капитал/Активы	0.46	0.5	0.41

Источник: данные компании, оценка МДМ-банка

¹ DIY – сокращение от «Do it yourself». Так обычно обозначают розничный сегмент рынка строит. и отделочн. материалов



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, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.