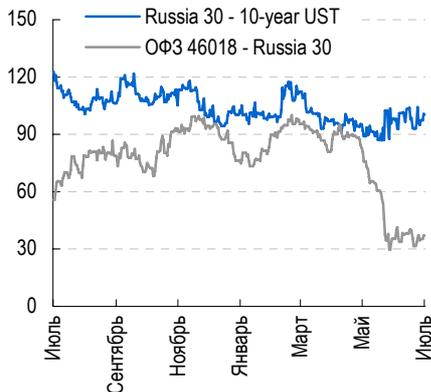
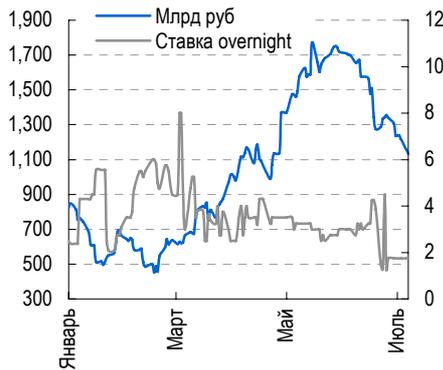


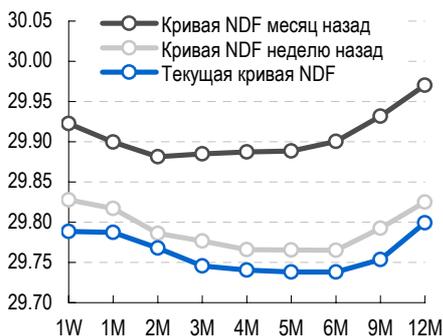
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

17 июля	Размещение руб.обл. Удмуртия-25002
17 июля	Индекс цен производителей в США
17 июля	Размещение руб.обл. Мизль-1
18 июля	Доразмещение ОФЗ 26199
18 июля	Статистика по ИПЦ в США
18 июля	Выступление Б.Бернанке перед Конгрессом
19 июля	Стенограмма июньского заседания FOMC
19 июля	Размещение руб.обл. ЛСР-Инвест-2

Рынок еврооблигаций

- UST по-прежнему лихорадит, в **RUSB** продажи.
- Первичный рынок: **Роснефть** отложила выпуск, как поступит **Газпром?** (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Новые идеи «relative value»: **РСХБ-3, ЭМальянс, ПМЗ-1, НПО Сатурн-1.** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **УМПО (NR):** рентабельность снижается на фоне укрепления рубля. Анализ результатов за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г. (стр. 3).
- **Вкратце: Росприроднадзор вчера объявил,** что по итогам экологической экспертизы будет в судебном порядке добиваться закрытия пиво-безалкогольного комбината Очаково (NR) на срок от 90 дней для устранения нарушений. Учитывая, что компания не имеет значительных резервов увеличения долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА около 5х по итогам 2006 г.), мы полагаем, что столь длительная остановка предприятия может серьезно угрожать его платежеспособности. Мы по-прежнему считаем, что, в случае роста давления на компанию, весьма вероятно смена собственника, т.к. аппетит к M&A в пивной отрасли высок. Теоретически, это может подразумевать кредитный «upside» (ключевые игроки на рынке – сильные компании с иностранными акционерами). Пока же следует ожидать резкого расширения спрэдов облигаций Очаково (9.3% к погашению в сентябре 2008 г.).
- **Вкратце: Лидер украинского автопрома ЗАЗ (NR) в 1-м полугодии увеличил выпуск автомобилей на 43%.** В основе такого роста – успех в России и на Украине модели Chevrolet Lanos, на которую приходится около четверти выпуска. Мы ожидаем улучшения финансовых результатов ЗАЗа на фоне роста объемов производства и получения налоговых льгот, утраченных в 2005 г. Вместе с тем, учитывая, что компания находится в стадии активного роста, сопровождающегося капвложениями (в т.ч. СП по сборке Chevrolet в России) и инвестициями в оборотный капитал, мы не ожидаем снижения ее долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА 2.6х по итогам 2006 г.). Выпуск CLN ZAZAB 09 сейчас торгуется вблизи номинала, с доходностью около 9.7% к оферте в июне 2008 г.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.04	-0.06	-0.13	+0.34
EMBI+ Spread, бп	172	+3	+19	+3
EMBI+ Russia Spread, бп	101	+4	+6	+5
Russia 30 Yield, %	6.05	-0.02	-0.10	+0.40
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.08	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	443.4	-8.2	-57.0	-222.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	689.1	-17.7	-509.3	+574.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	54.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.50	+0.2	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.81	-0.01	-0.11	+0.13
Нефть (брент), USD/барр.	76.3	-1.3	+4.8	+15.6
Индекс РТС	2067	+6	+184	+157

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходность **10-летних UST** вчера опустилась до 5.04% (-5бп). Произошло это даже несмотря на сильную статистику (**NY Empire Manufacturing**). Похоже, что на рынок снова возвращаются страхи по поводу sub-prime mortgages.

Котировки облигаций **Emerging Markets** вчера также выросли, однако спрэд **EMBI+** расширился до 172бп (+3бп). В российском сегменте обращает на себя внимание лишь медленное расширение спрэдов еврооблигаций Русского Стандарта, в котором продолжают проверки, инициированные Генпрокуратурой. Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 6.05%) торгуется со спрэдом к UST на уровне 100бп.

Сегодня в США в 16.30 по московскому времени будет опубликован индекс цен производителей (**PPI**) за июнь. До этого активность торгов, вероятно, будет достаточно низкой.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Роснефть (Ваа1/BB+/BBB-) вчера официально заявила о переносе размещения еврооблигаций на неопределенное время «в связи с волатильностью на рынке». Насколько мы понимаем, в разгар отпускного сезона привлечение USD2 млрд. стоило бы компании дополнительной премии в 10-15бп, которую Роснефть не готова была платить. Ведь из-за роста доходностей базовых активов купон мог бы сложиться на уровне, превышающем ставки по прошедшим ранее в этом году сделкам Транснефти, Газпрома, или даже ЛУКОЙЛа и ТНК-ВР.

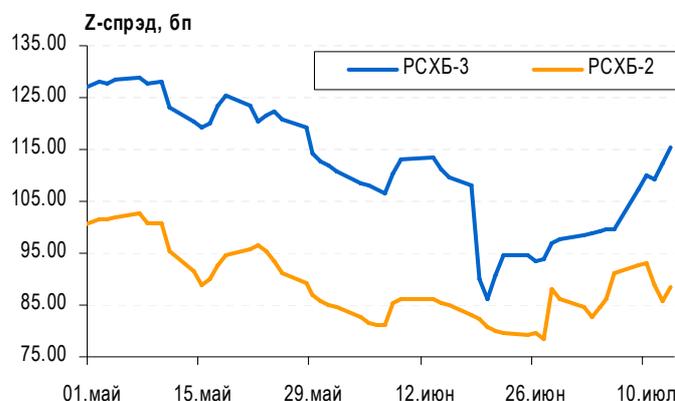
В этой связи интересно, как поступит **Газпром (А3/BBB/BBB-)**, который объявил о намерении провести в ближайшие дни размещение нового выпуска в USD.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В понедельник активность на рублевом долговом рынке была довольно низкой. Цены ОФЗ практически не изменились, а торговый оборот в секторе ГЦБ составил всего около 844 млн. рублей. В выпусках 1-го эшелона продолжается рост котировок, но уже не столь стремительно, как на прошлой неделе. На наш взгляд, в этом сегменте сейчас интересно смотрится выпуск **РСХБ-3** (УТР 6.71%), чей спрэд к кривой свопов заметно расширился за последнее время, несмотря на общий рост рынка:



Обращает на себя внимание выпуск **ЭМАльянс-1** (+36бп; УТР 9.16%), вернувшийся на торги после блокировки для проведения оферты и выплаты купона. Напомним, что по выпуску была установлена

привлекательная, на наш взгляд, процентная ставка до новой годовой оферты. Мы ожидаем снижения доходности как минимум до 8.75-8.90% (101.35 – 101.20 по цене, см. наш комментарий от 2 июля).

Также несколько удивляет относительное положение облигаций **НПО Сатурн** – несмотря на одинаковую дюрацию, **1-й выпуск** (УТМ 8.83%) торгуется с премией около 120бп (!) ко **2-му** (УТР 7.63%). Возможно, такая ситуация связана с низкой ликвидностью обоих выпусков и некой нерепрезентативностью котировок.

Вчера была установлена новая годовая оферта по выпуску **ПМЗ-1** (УТР 6.64%). Процентная ставка на этот период зафиксирована в размере 9.60%. Исходя из текущих котировок, доходность составит около 9.85% (свопы+485бп). На наш взгляд, это довольно привлекательно – облигации других компаний (**НПО Сатурн**, **УМПО**), которые вместе с ПМЗ войдут в государственный авиадвигателестроительный холдинг, сейчас торгуются на уровне 8.00%.

УМПО (NR) снижает рентабельность

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

Мы взглянули на отчетность Уфимского моторостроительного объединения за 2006 г. и 1-й квартал 2007 г., и сделали следующие выводы:

- 1) Равно как и большинство машиностроительных компаний, продукция которых ориентирована на экспорт, УМПО демонстрирует достаточно резкое снижение операционной рентабельности (EBITDA margin 16% в 2006 г. против 24% в 2005 г., см. табл.). Основная причина – продолжающееся значительное укрепление рубля к доллару (контракты компании номинированы в долларах, издержки – в рублях). На этом фоне ухудшились показатели покрытия долга – соотношение «Долг/EBITDA» по итогам 2006 г. достигло 3.7х против 1.6х в 2005 г.
- 2) Учитывая высокую длительность бизнес-цикла компании, результаты за 1-й квартал 2007 г. в части выручки вряд ли сколько-нибудь репрезентативны. Насколько мы поняли из беседы с представителем УМПО, по итогам 2007 г. компания ожидает выручку на уровне 16 млрд. руб. (1-й квартал – лишь 2.3 млрд.).
- 3) Все больше ощущается потребность в наличии консолидированной отчетности компании по МСФО. В прошлом году УМПО проводило сделки с собственными акциями на уровне дочерних компаний. Эти сделки, насколько мы понимаем, финансировались за счет внутригрупповых кредитов. В отчетности УМПО по РСБУ за 1-й квартал появилась прибыль (около 1 млрд.), связанная с переоценкой стоимости инвестиций в дочерние компании. Консолидированная отчетность по МСФО в этом смысле помогла бы получить более адекватную картину.

В целом, с точки зрения кредитоспособности, мы считаем УМПО сопоставимым с такими компаниями, как НПО Сатурн, ПМЗ – все это авиадвигателестроительные корпорации, которые имеют неплохие портфели заказов, попадают в орбиту интересов государства и в этом смысле могут рассчитывать на господдержку. Вероятность такой поддержки увеличится в случае создания на базе НПО Сатурн, УМПО и ПМЗ авиадвигателестроительной корпорации. По сообщениям СМИ, над этим проектом сейчас активно работают АФК Система (акционер ПМЗ), Рособоронэкспорт и ВТБ.

Ключевые кредитные риски УМПО, на наш взгляд, связаны с укреплением рубля, низкой диверсификацией бизнеса, длинным производственным циклом, высокой долговой нагрузкой и недостаточной финансовой прозрачностью.

Облигации УМПО в последнее время продемонстрировали достаточно сильное снижение котировок (8.93%). На наш взгляд, это в значительной степени связано с появлением в сегменте облигаций «квази-

государственного машиностроения» интересных предложений с доходностью 9.00% и выше (по мере объявления купонов по выпускам ЭМАльянс, ПМЗ, НПО Сатурн-1).

Ключевые финансовые показатели				
USD млн.	2005	2006	1 кв. 2007	1 кв. 2006 г.
Выручка	10 458.4	14 995.5	2 343.2	1 309
Валовая прибыль	3 230.7	3 736.6	147.2	
ЕБИТДА	2 543.1	2 365.4	114.3	274.5
Чистая прибыль	1 025.3	1 486.0	1 110.4	
Финансовый долг	4 193.2	8 672.2	10 023.8	
Собственный капитал	10 727.0	12 036.9	13 103.1	
Ключевые показатели				
Рентабельность ЕБИТДА	24%	16%	5%	20.9%
Рентабельность чистой прибыли	10%	10%	47%	
Финансовый долг/ЕБИТДА годовая (x)	1.6	3.7	21.9	
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.7	0.8	

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.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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.