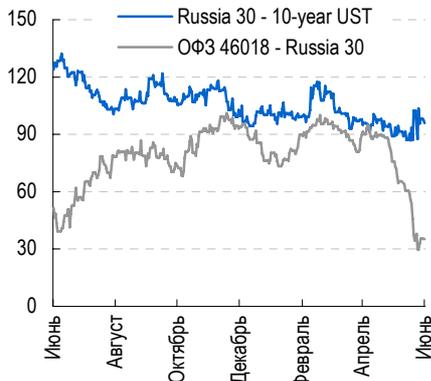
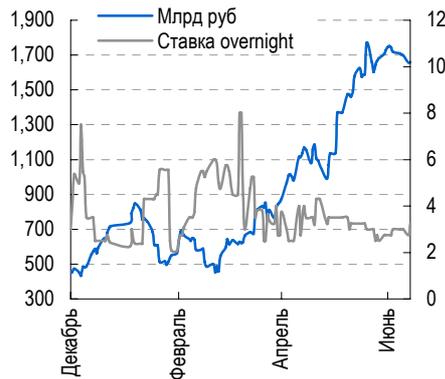


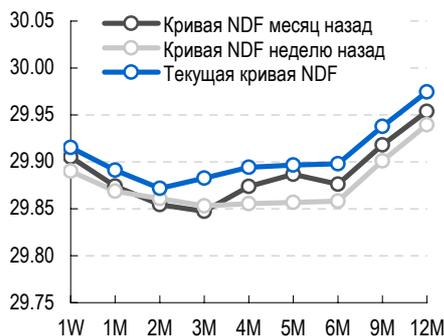
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-2
19 июня	Размещение руб.обл. Протон-ПМ-1
20 июня	Выплата НДС
20 июня	Размещение руб.обл. МКБ-3
20 июня	Размещение руб.обл. Москоммерцбанк-3
21 июня	Размещение руб.обл. ТГК-10-1
21 июня	Индекс ведущих индикаторов в США

Рынок еврооблигаций

- Затишье в **US Treasuries**, хороший спрос на российские еврооблигации. Много новостей с первичного рынка – **Рольф, Ак Барс** интересны (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Рублевые облигации растут вслед за евробондами, длинные **АИЖК** отстают. **Марта** прошла оферту, о выпусках **Пятерочки** и **ТранскредитБанка** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **ТехноНИКОЛЬ (NR)**: комментарий к размещению.
- **Вкратце: Нефтесервисная компания Интегра (NR) отчиталась за 2006 г. по МСФО.** Опубликованные результаты очень далеки от того, что представляет собой Интегра сейчас. По итогам прошлого года, компания получила выручку в размере USD547 млн., при этом показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил примерно 6.3x. Однако в начале 2007 г. Интегра успешно провела IPO и привлекла в капитал около USD600 млн., примерно вдвое сократив при этом объем финансовой задолженности (с USD486 млн. в начале года до USD254 млн. в апреле). Учитывая быстрый рост выручки компании, мы ожидаем, что показатель «Долг/ЕБИТДА» к концу 2007 г. опустится ниже 3.0x. Среди ключевых рисков кредиторов Интегры мы отмечаем неочевидную способность реализовать достаточно амбициозные планы роста, которые заложены в котировках ее акций, и высокий аппетит к поглощениям. Текущие уровни доходности облигаций Интегры (9.1-9.4%) кажутся нам адекватными.
- **Вкратце: Fitch поставило рейтинги угольной компании Распадская (Ba3/NR/B+)** в список на возможное повышение в связи с ее планирующимся переходом под контроль Евраз. Несмотря на то, что структура сделки до сих пор не определена, Fitch, судя по всему, исходит из предположения о том, что она будет в основном структурирована как обмен акциями (оплата Евразом допэмиссии Распадской акциями Южжубассугля) и не приведет к серьезному росту долговой нагрузки Распадской. В нашем комментарии от 15 июня мы исходили из аналогичных предположений.

- **Вкратце: Банк Ренессанс Капитал (B1/B-/B-) опубликовал свою отчетность за 1-й квартал 2007 г. по МСФО.** За этот период банк показал убыток. Мы объясняем слабые фин. результаты Ренессанса его крупными инвестициями в инфраструктуру, отдача от которых появится лишь по достижении банком определенного масштаба. Процентная маржа (20%) и уровень просрочки (3.5%) выглядят адекватно. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль банка и считаем его облигации интересными. Более подробно наше мнение о нем см. в комментарии от 6 марта.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.14	-0.03	+0.34	+0.44
EMBI+ Spread, бп	151	-2	0	-18
EMBI+ Russia Spread, бп	95	0	+9	-1
Russia 30 Yield, %	6.11	-0.04	+0.42	+0.46
ОФЗ 46018 Yield, %	6.46	-0.04	+0.01	-0.06
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	460.8	+1.8	-18.6	-205.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1198.9	+1.7	+99.5	+1084.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	8.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.42	+0.2	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.93	+0.01	+0.02	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	72.2	+0.7	+2.8	+11.5
Индекс РТС	1897	+14	+37	-13

Рынок еврооблигаций

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

Доходность **10-летних UST** вчера снизилась до 5.13% (-36п), а сегодня утром выросла до 5.15%. Никаких важных экономических данных опубликовано не было.

Сегмент **Emerging Markets** третий день подряд закрывается в плюсе. Котировки основных индикативных выпусков вчера выросли примерно на 1/4, а спрэд **EMBI+** сократился на 26п до 1516п. Российский индикативный выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.11%) также прибавил в цене порядка 1/4, лишь немного не дотянув до отметки в 110.00. Хорошим спросом пользовалась все длинные «корпоративки» – **EVRAZ 15** (+5/16; YTM 7.86%), **GAZPRU 34** (+1/4; YTM 6.62%), **LUKOIL 22** (+1/4; YTM 6.91%), **SEVSTAL 14** (+3/8; YTM 7.54%), **VIP 16** (+1/4; YTM 6.56%).

По-настоящему много новостей пришло вчера с первичного рынка, вероятно, эмитенты спешат завершить сделки пока американский рынок спокоен. **Альфа-Банк** (Ba1/BB) закрыл сделку по размещению своего 5-летнего выпуска. Итоговый объем составил USD500 млн., купон – 8.20% (MS+2606п). Как мы уже писали, на наш взгляд, это достаточно привлекательный уровень. Субординированный **ALFARU 17** сейчас торгуется на уровне 8.62% к 5-летнему колл-опциону, таким образом, дисконт за приоритетность займа составил всего около 406п, в то время как для российских банков он в среднем составляет примерно 60-806п.

Банк **Ренессанс Капитал** (B-/B2/B-) разместил 3-летние евробонды под 9.50% (Свопы+4006п). Несмотря на то, что в целом на банк мы смотрим позитивно, более интересными нам кажутся рублевые облигации Ренессанс Капитала. Короткий рублевый выпуск торгуется со спрэдом к кривой свопов на уровне 420-4406п.

Украина (B1/BB-/BB-) разместила еврооблигации на USD500 млн. с погашением в 2012 году. Купон составил 6.385%, или UST+1306п. Напомним, что первоначальный ориентир озвучивался на уровне UST+1206п. Соседний выпуск **UKRAIN 13** торгуется со спрэдом к UST на уровне 1256п, т.е. большого «upside» новый выпуск не подразумевает.

Вчера также стали известны ориентиры по двум 5-летним выпускам **Транснефти** (A2/BBB+) – Свопы+606п. Соответственно, для выпуска в евро это примерно 5.42%, в долларах – 6.20%. Price-talk выглядит вполне адекватно по сравнению с обращающимся на рынке выпуском **TNEFT 14** (YTM 6.33%), который торгуется со спрэдом к свопам на уровне 656п.

Банк **АК БАРС** (Ba/BB-) озвучил price-talk по своим 3-летним еврооблигациям на уровне 8.25-8.50% (Свопы+275-3006п). Мы полагаем, что это может быть привлекательно – спрэд к кривой свопом более короткого **АКВАРС 08** (YTM 7.49%) составляет около 2006п. На наш взгляд, справедливая премия за больший срок до погашения составляет не более 506п, т.е. новый выпуск интересен с доходностью выше 8.00%.

Автодилер **Рольф** (BB-/Ba3) наконец-то обозначил ориентиры по своим дебютным 3-летним еврооблигациям – объем USD250млн., купон 8.125-8.50% (Свопы+260-3006п). К сожалению, на рынке нет представителей розницы, подходящих для сравнения с данным эмитентом. Но «визуально» спрэды для столь высоких рейтингов выглядят очень щедро. Сопоставимые с точки зрения рейтингов эмитенты (Пятерочка, Евраз, Северсталь, Распадская) торгуются со спрэдами к свопам в пределах 2006п.

Вчера же стало известно, что **Кузбасразреуголь** (NR) планирует выйти на рынок с дебютным долларовым выпуском еврооблигаций. Ранее эта компания присутствовала на рынке с кредитными нотами. Помимо этого, два банка – **Восточный Экспресс** (B3) и **Русь-банк** (B2) – объявили о начале роад-шоу своих выпусков. Восточный Экспресс планирует разместить два транша – субординированный в долларах и обычный в рублях. Русь-банк, похоже, выйдет на рынок с кредитными нотами.

Рынок рублевых облигаций

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

Позитивная динамика российских еврооблигаций вчера передалась и внутреннему рынку. Правда, активность в рублевых облигациях остается невысокой. Котировки длинных ОФЗ вчера выросли примерно на 25-35бп. За ними подтянулись и корпоративные выпуски – **Газпром-9** (+15бп; УТМ 7.11%), **РСХБ-2** (+10бп; УТМ 7.18%), **РЖД-7** (+15бп; УТМ 7.00%), **ГидроОГК-1** (+10бп; УТМ 7.33%). Мы бы хотели обратить внимание на выпуски **АИЖК-8** (УТМ 7.32%) и **АИЖК-9** (УТМ 7.39%), которые отстают от общей динамики первого эшелона – за последние несколько дней их цены фактически не изменились.

Вчера компания Х5 объявила о намерении выкупить выпуски **Пятерочка-1** (УТМ 7.95%), **Пятерочка-2** (УТМ 8.01%) и **Перекресток-1** (УТМ 8.66%). По первым двум объявлена дополнительная оферта 9 июля, цены выкупа – 109.30 и 104.55, соответственно. Это вполне рыночный уровень, не предусматривающий заметной премии. Напомним, что 9-го же июля пройдет аукцион по размещению нового выпуска **Х5-Финанс** на 9 млрд. рублей. К сожалению, price-talk пока не озвучен. Выпуск **Перекресток-1** компания планирует выкупить по оферте 12 июля, «обнулив» последующие купоны.

Вчера же состоялась оферта по выпуску **Марта-2** (УТМ 12.36%), в ходе которой к выкупу было представлено порядка 51% займа. Похоже, что основная часть оставшихся облигаций ранее была выкуплена близкими к компании структурами. В любом случае, успешное прохождение оферты должно оказать поддержку **1-му** и **3-му** выпускам облигаций Марты (они все еще интересны для покупки).

Сегодня пройдет размещение двух выпусков **ТранскредитБанка**, объем каждого составит 3 млрд. рублей. Первый размещается до погашения через 3 года, ориентир организатора – 7.35-7.55% по доходности. Второй имеет 2-летнюю оферту, price-talk – 7.10-7.30%. Сейчас на рынке обращается выпуск еврооблигаций **TRANSC 10** (УТМ 6.84%), его спрэд к кривой Газпрома составляет порядка 90-95бп. Учитывая, что на рублевом рынке кривые РЖД и Газпрома практически совпадают, на наш взгляд, новые выпуски должны также торговаться примерно на 90бп выше материнской кривой. Исходя из этих соображений, мы полагаем, что справедливая доходность 3-летнего выпуска составляет около 7.55%, 2-летнего – 7.30%. Таким образом, облигации интересны по верхней границе озвученного диапазона. Правда, учитывая привлекательность и «редкость» имени на рынке облигаций, вполне вероятно, что размещение Транскредитбанка пройдет достаточно агрессивно.

ТехноНИКОЛЬ (NR): комментарий перед размещением

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы «ТехноНИКОЛЬ» объемом 3 млрд. рублей, погашением через 5 лет и офертой через 2.5 года. Эмитентом выступает SPV – ООО «ТехноНИКОЛЬ-Финанс». Поручителями являются 5 производственных и торговых компаний группы.

Группа компаний ТехноНИКОЛЬ – крупный производитель кровельных, теплоизоляционных и иных строительных материалов в России и СНГ. Доля выручки от продажи кровельных материалов в 2006 г. составила 59% (основная часть – собственное производство), теплоизоляции – 20%. Группа объединяет более 250 компаний. Собственная сбытовая сеть насчитывает более 180 подразделений и обеспечивает около 50% выручки. Доля розничного рынка (частное домостроение) в общей структуре сбыта составляет от 15 до 20%. Конечными бенефициарами группы являются ее топ-менеджеры.

К достоинствам кредитного профиля ТехноНИКОЛЬ мы относим сильные позиции на растущем рынке, современную производственную инфраструктуру (34 линии на 24 заводах в России/СНГ/Балтии), развитую

систему дистрибуции, достаточно высокую операционную рентабельность, хорошую капитализацию бизнеса и умеренную долговую нагрузку (с оговоркой на достоверность финансовой информации).

Среди ключевых рисков мы отмечаем сложную юридическую структуру и низкий уровень финансовой прозрачности (фактически инвесторы вынуждены доверять управленческой отчетности), а также значительные инвестиционные аппетиты. Общий объем инвестиционной программы группы на 2007-2009гг. составляет порядка 18.5 млрд. рублей. Около половины этой суммы планируется профинансировать за счет долга. Мы ожидаем роста показателя Долг/ЕБИТДА до 2.0-2.5x в 2007 году.

Первый выпуск облигаций ТехноНИКОЛЬ торгуется с доходностью 9.37% к ofercie в мае следующего года. Справедливую доходность по новому выпуску мы оцениваем на уровне 9.75-10.0%. По мере повышения прозрачности возможно сужение спредов облигаций компании.

Ключевые финансовые показатели группы компаний ТехноНИКОЛЬ, управленческая отчетность			
Млн. руб.	2004	2005	2006 проформа МСФО
Выручка	9 522	12 160	20 746
ЕБИТДА	2 097	2 140	3 214
Чистая прибыль	1 754	1 556	2 126
Долг	34	631	2 934
Собственный капитал	5 713	8 004	13 853
Активы	6 075	9 156	18 719
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	22%	17.6%	15.5%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.02	0.29	0.91
Долг/Собственный капитал (x)	0.01	0.08	0.21
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	135.6	45.5	13.1

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 Лиллис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@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

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.