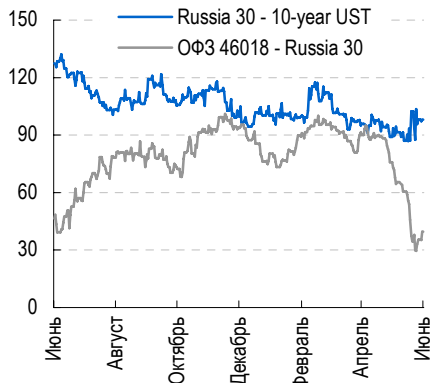
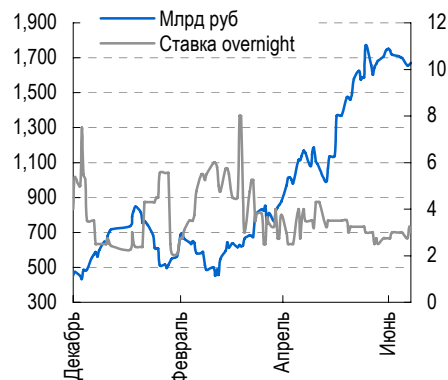


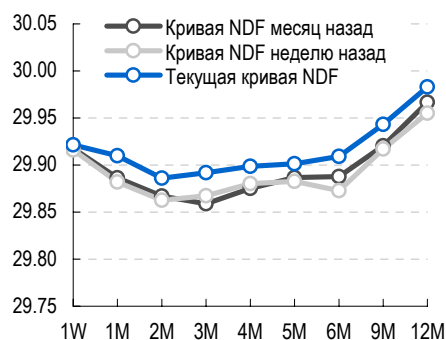
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

| | |
|---------|--------------------------------------|
| 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 |
| 25 июня | Выплата акцизов, НДС |
| 25 июня | Статистика по вторичному рынку жилья |
| 26 июня | Размещение руб.обл. Русское Море-1 |

Рынок еврооблигаций

- Покупки **US Treasuries** на фоне негативных новостей с рынка ипотечных облигаций. О результатах размещения **Рольфа** и **Транснефти** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Основное внимание сосредоточено на первичном рынке. **ТКБ-2** интереснее **ТКБ-1**. Об аукционах по **ОФЗ 46018**, **Москоммерцбанку** и **МКБ** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- НПО Космос (NR)**: комментарий к размещению.
- Вкратце: Автодилер Инком-Авто (NR) намерен приобрести** блокпакет акций уральского автозавода Амур, занимающегося промышленной сборкой китайских автомобилей. Сумма сделки не сообщается (Источник: Коммерсантъ). Портфельные инвестиции в условно-непрофильные активы мы воспринимаем как умеренно-негативную новость для кредиторов Инком-Авто – покупка приведет лишь к увеличению долговой нагрузки без позитивного влияния на операционный денежный поток. В то же время, отметим, что в целом облигации российских автодилеров, торгуемые со спредами к свопам около 500бп (+/-), кажутся нам несколько недооцененными по сравнению с размещенными вчера еврооблигациями автодилера Рольф (Ва3/ВВ-, 3 года, 8.25% в долларах, 280бп к свопам).
- Вкратце: Группа Объединенные кондитеры (NR) покупает компанию Русский шоколад**, специализирующуюся на выпуске плиточного шоколада и конфет. Условия сделки не сообщаются (Источник: Коммерсантъ). Мы предполагаем, что покупка будет профинансирована за счет заимствований, в т.ч. размещенных недавно облигаций на 3 млрд. руб. Учитывая наличие у Объединенных кондитеров (ОК) значительных резервов увеличения долговой нагрузки, сделка не столь критична для кредитного профиля группы. Мы исходим из предположения, что Русский шоколад обошелся ОК в USD130-150 млн. с учетом приобретаемого долга. Тем не менее, показатель Долг/ЕБИТДА ОК в 2007 г. может вырасти до 2.0-2.5x (с 0.3-0.5 в конце 2006 г.). Облигации ОК, на наш взгляд, были размещены без премии (YTP 7.85%) к справедливым уровням и не имеют потенциала сужения спрэдов.
- Вкратце: Вчера 29 крупных производителей и продавцов бытовой техники и электроники (в т.ч. Техносила, Мир, М.Видео) подписали «джентельменское соглашение»**, в соответствии с которым они обязались отказаться от услуг посредников, завозящих технику по «серым схемам». Мы не уверены в том, что все «подписанты» сразу и неукоснительно будут выполнять взятые на себя обязательства. Тем не менее, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе такие шаги приведут к снижению кредитных рисков розничных сетей бытовой техники.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 5.08 | -0.06 | +0.28 | +0.38 |
| EMBI+ Spread, бп | 153 | +2 | +2 | -16 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 97 | +2 | +11 | +1 |
| Russia 30 Yield, % | 6.06 | -0.05 | +0.37 | +0.41 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 6.46 | 0 | +0.01 | -0.06 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 476.2 | +15.4 | +46.0 | -189.9 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 1195 | -3.9 | +0.8 | +1080.3 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | 477.5 | - | - | - |
| MOSPRIME O/N RUB, % | 3.58 | +0.2 | - | - |
| RUB/Бивалютная корзина | 29.93 | 0 | +0.02 | +0.25 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 71.8 | -0.4 | +2.4 | +11.1 |
| Индекс РТС | 1887 | -10 | +27 | -23 |

Рынок еврооблигаций

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

Котировки **US Treasuries** во вторник продолжили рост. По итогам дня, доходность **10-летних UST** снизилась до 5.08% (-5бп), а доходность **2-летних нот** и вовсе опустилась ниже 5.0% (4.94%; -6бп). Вышедшая статистика по рынку жилья в целом соответствовала прогнозам и носила смешанный характер. Похоже, что покупки в UST были спровоцированы очередной волной плохих новостей о проблемах в сегменте ипотечных ценных бумаг (sub-prime mortgages).

Сегмент облигаций **Emerging Markets** чувствует себя очень комфортно – американский рынок растет, «carry trades» ничто не угрожает, цены на нефть «пробили» вверх отметку в 70\$/барр., а серьезных опасений повышения FED RATE пока нет. В итоге, цены индикативных выпусков EM вчера подросли еще как минимум на 1/4. В лидерах оказался **VENZ 34** (+3/4; YTM 8.11%). Бразилия решила воспользоваться улучшением конъюнктуры, объявив о намерении провести доразмещение номинированного в реалах выпуска с погашением в 2028 (эквивалент USD750 млн.).

Для российских еврооблигаций вчерашний день оказался довольно вялым. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.06%) повторял движения американского рынка - к концу дня его котировки выросли примерно на 1/4. Спрэд к UST по-прежнему сохраняется на уровне 98бп. В корпоративном сегменте отмечается хороший спрос на длинные выпуски.

Вчера автодилер **Рольф** (BB-/Ba3) закрыл сделку по размещению дебютного выпуска 3-летних еврооблигаций на USD250 млн., ставка купона была установлена на уровне 8.25% (Свопы+280бп). Насколько мы знаем, книга заявок была переподписана примерно в 2 раза. Мы все еще не сформировали четкого мнения по поводу привлекательности облигаций Рольфа. «Оптически» доходность кажется очень щедрой для таких рейтингов, но на самом деле, возможно, рейтинги Рольфа несколько завышены относительно других российских корпораций. Вместе с тем, более очевидной кажется идея «недооцененности» рублевых выпусков автодилеров «2-3 эшелонов».

Транснефть (A2/BBB+) вчера разместила 2 транша 5-летних еврооблигаций. Объем 1-го транша составил USD500 млн., 2-го – EUR700 млн. По обоим выпускам купоны были установлены на уровне свопы+60бп - это 6.16% и 5.38%, соответственно, для траншей в USD и EUR. Таким образом, это размещение прошло более «мягко» по сравнению с дебютным выпуском. Напомним, что в феврале Транснефть разместила 7-летний выпуск под свопы +55бп, при этом в тот момент спрэды других российских облигаций были заметно шире, чем сейчас. 7-летний выпуск Транснефти до сих пор торгуется заметно ниже номинала, а инвесторы вряд ли «полюбили» Транснефть после столь жесткого дебюта.

Рынок рублевых облигаций

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

На рублевом долговом рынке день прошел достаточно спокойно. Позитивная динамика на рынке еврооблигаций способствовала росту котировок **ОФЗ**, которые закрылись вчера примерно на 15-20бп выше. Обращаем внимание, что вчера Минфин неожиданно объявил о намерении провести сегодня аукцион по продаже остатков **ОФЗ 46018** (6.45%) в объеме 12.35 млрд. рублей, которые не удалось разместить на прошлой неделе. С тех пор рыночная конъюнктура улучшилась, поэтому есть все основания полагать, что сегодня бумаги найдут своих покупателей. Тем не менее, мы полагаем, что размещение пройдет с премией в 2-3бп к уровням вторичного рынка.

В корпоративном сегменте вчера оживился спрос на облигации 1-го эшелона – **АИЖК-9** (+16бп; YTM 7.36%), **Газпром-9** (+10бп; YTM 7.09%), **РЖД-7** (+5бп; YTM 6.99%) и прочие. Кроме того, достаточно активные покупки мы отметили в выпуске **ОГК-5-1** (+15бп; YTM 7.48%).

На первичном рынке достаточно успешно завершились размещения облигаций **ТрансКредитБанка** и **Протона**. Ставка купона по выпуску Протон-1 была установлена в размере 8.50% (УТР 8.68%). Это значительно ниже нашей оценки справедливой доходности (9.25-9.50%). Правда, весь выпуск был размещен девятью сделками, поэтому, он, вероятно, осядет в портфелях крупных инвесторов.

Процентная ставка по 1-му (длинному) выпуску **ТрансКредитБанка** была зафиксирована на уровне 7.29% (УТМ 7.42%), по 2-му – купон 7.28% (УТР 7.41%). Наибольший интерес у инвесторов вызвал именно **ТКБ-1** – его размещение прошло заметно ниже ориентиров организатора (7.35-7.55%). Более короткий **ТКБ-2** разместился с более широкими спредами (155-160бп к ОФЗ, 165бп к свопам) по сравнению с **ТКБ-1** (145бп к ОФЗ, 130бп к свопам), поэтому 2-й выпуск выглядит более привлекательно.

На сегодня намечено размещение выпуска **МКБ-3** (объем – 2 млрд. рублей, 1.5-годовая оферта). На рынке сейчас обращается **МКБ-2** (УТР 9.00%), исторически его Z-спред к свопам составляет примерно 420-440бп. Таким образом, справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем на уровне 9.65-9.80%, и ориентир организатора (9.73% по доходности) кажется нам адекватным.

Помимо этого, инвесторам будет предложен выпуск **Москоммерцбанк-3** (объем 3 млрд. рублей, 2-летняя оферта). На рынке сейчас присутствуют облигации **Москоммерцбанк-1** (УТР 8.22%) и **Москоммерцбанк-2** (УТР 8.56%), ликвидность обоих выпусков очень низка. Справедливую доходность нового займа мы оцениваем в диапазоне 8.70-8.80%, правда, считаем, что инвесторам следует требовать премию за потенциально низкую ликвидность (основная часть 2-го займа ушла «в одни руки»).

НПО Космос (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение выпуска 5-летних облигаций строительной группы НПО Космос объемом 2 млрд. руб. Купоны устанавливаются только на 2 первых купонных периода, по выпуску предусмотрена годовая оферта. Непосредственным эмитентом выступает SPV при полном поручительстве основной компании группы – ООО НПО «Космос», являющейся «центром» ее денежных потоков и обязательств.

Группа специализируется на строительстве сложных с инженерно-технической точки зрения объектов. В первую очередь, речь идет об инфраструктуре – это дорожные развязки, мосты, тоннели и аэродромы. Компания контролируется ее основателями/менеджерами.

На наш взгляд, НПО Космос – достаточно интересный кредитный риск. В российской экономике наконец-то наступает этап, когда страна может позволить себе крупные инвестиции в инфраструктуру (крайне изношенную). В связи с этим мы полагаем, что у НПО Космос есть очень неплохие перспективы роста. Тем более, что компания имеет большой опыт в реализации сложных инфраструктурных проектов.

От строительно-девелоперских компаний, специализирующихся на жилищном строительстве, НПО Космос выгодно отличается тот факт, что компания практически всегда выполняет роль подрядчика, т.е. не берет на себя риски, связанные с различного рода разрешительной документацией на строительство, а также с продажей построенных объектов.

С другой стороны, источником заказов для НПО Космос в первую очередь является сектор государственных и муниципальных финансов, где критерии конкуренции не вполне «прозрачны» и «справедливы». Правда, учитывая растущий спрос на «строительную экспертизу» в инфраструктуре и небольшое число действительно крупных компаний со значительным портфелем выполненных заказов, реальный уровень конкуренции в сегменте мы оцениваем как очень умеренный.

Определенным фактором «комфорта» для кредиторов НПО Космос может служить и огромный интерес к сектору «инфраструктурных строителей» со стороны equity-инвесторов, которые очень позитивно

оценивают перспективы рынка. Наиболее свежей иллюстрацией такого интереса могут служить M&A сделки группы Базовый элемент, которая, по сообщениям СМИ, приобрела/приобретает доли в таких компаниях, как Hochtief, Strabag и Трансстрой.

Среди очевидных слабостей кредитного профиля НПО Космос – высокая долговая нагрузка, волатильность денежных потоков и низкая диверсификация портфеля проектов (по причине их крупных размеров), а также недостаточный уровень финансовой прозрачности.

Насколько мы понимаем, облигации НПО Космос не вызвали «ажитажного» интереса инвесторов, поэтому размещение пройдет на уровне, обозначенном организаторами (последний раз мы слышали об 11.0-11.5%). На наш взгляд, этот уровень вполне адекватен рискам компании на фоне общей картины рынка, а облигации привлекательны для покупки с целью диверсификации высокодоходной части портфеля.

Ключевые финансовые показатели НПО «Космос», управленческая отчетность

| млн. руб. | 2004 | 2005 | 1П2006 | НПО Космос 9М2006 РСБУ |
|--------------------------------|-------|-------|--------|------------------------------|
| Выручка | 6 558 | 9 269 | 1 631 | 5 092 |
| ЕБИТДА | 516 | 701 | 347 | 288 |
| Чистая прибыль | 50 | 95 | 57 | 19 |
| Долг | 1 866 | 2 143 | 1 984 | 1 820 |
| Собственный капитал | 131 | 222 | 294 | 240 |
| Активы | 3 594 | 3 968 | 4 898 | 3 487 |
| Ключевые показатели | | | | |
| ЕБИТДА margin (%) | 7.9% | 7.6% | 21.3% | 5.6% |
| Долг/ ЕБИТДА annualized (x) | 3.6 | 3.1 | 2.9 | 4.7 |
| Долг/Собственный капитал (x) | 14.2 | 9.6 | 6.7 | 7.6 |
| ЕБИТДА/ процентные платежи (x) | 1.57 | 1.57 | 1.66 | 1.6 |

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, 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.