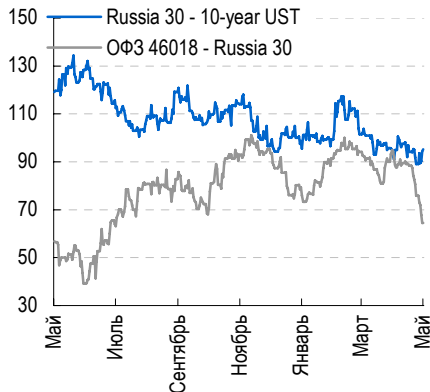
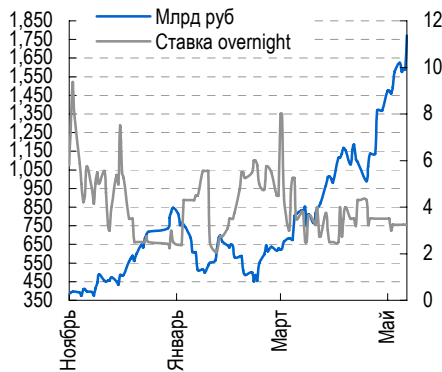


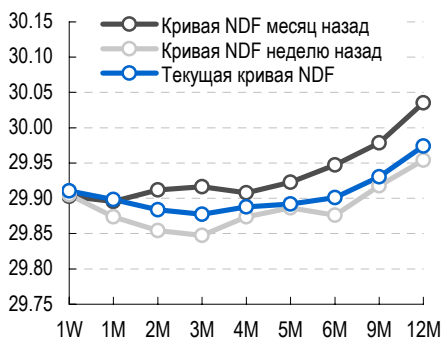
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

25 мая	Выплата акцизов и НДС
25 мая	Размещение руб.обл. Спортмастер-1
25 мая	Размещение руб.обл. Энергострой-1
25 мая	Статистика по вторичному рынку жилья
28 мая	Выплата налога на прибыль
29 мая	Размещение руб.обл. Атомстройэкспорт-1
29 мая	Размещение руб.обл. СПК-1
29 мая	Размещение руб.обл. СвободныйСокол-3

### Рынок еврооблигаций

- В **US Treasuries** возрастает волатильность. Украинские еврооблигации расширяют спрэды. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- По-прежнему крепкий рынок. Несмотря на новые купоны по выпуску **Марта-Финанс-2**, облигации принесут на оферту (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- КЭС ЭнергоСтройИнжиниринг (NR): комментарий к размещению**
- Вкратце: Глава РЖД (А3/BBB+) В. Якунин заявил о том, что в ближайшее время компания купит 25% акций Трансмашхолдинга (NR) исходя из оценки ТМХ в USD2 млрд.** (Источник: Рейтер). О намерениях РЖД приобрести блокпакет ТМХ было известно достаточно давно. На наш взгляд, в текущих котировках облигаций ТМХ-2 (100.85, УТР 8.3%, спрэд к РЖД около 185бп) уже учтены тесные связи машиностроительного холдинга с РЖД. Тем не менее, принимая во внимание недостаток «идей» и «переликвидность», мы не удивимся, увидев сегодня продолжение роста котировок ТМХ-2.
- Вкратце: РЖД (А3/BBB+) намерено продать часть 75%-ного пакета Транскредитбанка (Ва3/BB-).** Об этом заявил глава ж/д монополии. Он подчеркнул, что в результате доля РЖД может опуститься ниже 51%, однако, РЖД намерено сохранить «ключевое влияние на банк». (Источник: Рейтер). Насколько мы понимаем, инвесторы и рейтинговые агентства были в курсе намерений РЖД еще до размещения еврооблигаций Транскредитбанка. В условиях эмиссии указано, что держатели облигаций могут воспользоваться правом их досрочного погашения в том случае, если доля РЖД в банке опустится ниже контрольной, и это приведет к снижению кредитных рейтингов ТКБ. Выпуск TRANSK 10 сейчас торгуется около 101.00 (6.64%; Z-свопы+130бп) и вряд ли серьезно отреагирует на новости.
- Вкратце: Евраз (Ва3/BB-/BB) может быть вынужден приобрести 50% акций Южубассугля у менеджмента угольной компании, который допустил две крупные аварии на шахтах.** По оценкам наших аналитиков по акциям, такой пакет ЮКУ может стоить около USD1 млрд. В последние месяцы Евраз провел серию сделок M&A, которая привела к росту долговой нагрузки. Мы опасаемся, что покупка ЮКУ за деньги, пусть даже с дисконтом к «справедливой» цене, может привести к снижению рейтингов Евраза («Негативный» прогноз от S&P после покупки Oregon). В связи с этим возможно расширение спрэдов в EVRAZ 15.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.84	-0.01	+0.22	+0.14
EMBI+ Spread, бп	154	+5	-6	-15
EMBI+ Russia Spread, бп	89	+3	-7	-7
Russia 30 Yield, %	5.79	+0.04	+0.22	+0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	0	-0.09	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	583.5	+184.1	+100.7	-82.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1187.5	-1.9	+485.5	+1072.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	9.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.4	+0.27	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	0	0	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	70.7	+0.1	+2.1	+10.0
Индекс РТС	1791	-25	-182	-119

## Рынок еврооблигаций

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

Волатильность на рынке **US Treasuries** вчера заметно выросла. В первой половине дня сильная статистика по заказам на товары длительного пользования и продажам новостроек в США подтолкнула доходность **10-летних нот** до 4.90%. Однако ближе к концу торгов доходность этих бумаг опустилась до 4.84%, отреагировав на падение американских фондовых индексов.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 154бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.79%) сегодня утром открылся около отметки 113 3/8, спрэд к UST составляет 95бп. В российском корпоративном сегменте мы не отметили ничего интересного.

Котировки украинских суверенных выпусков **UKRAIN 13** (YTM 5.94%) и **UKRAIN 16** (YTM 6.36%) вчера снизились на 1/4 в связи с эскалацией политического кризиса. Спрэд по 5-летним CDS на украинские бонды расширился на 5бп до 133бп, а спрэд **EMBI+Ukraine** – до 103бп. Поздно вечером пришла информация о том, что агентство **S&P** приостанавливает действие кредитных рейтингов компании **Киевстар** в связи с отсутствием информации о ее финансовом состоянии (судом наложен запрет на публикацию отчетности – следствие конфликта акционеров). Котировки еврооблигаций **OKST 12** (6.83%) вчера снизились более чем на 1/2.

На первичном рынке было объявлено о новом выпуске еврооблигаций **Альфа-Банка** (Ba1/BB). Размещение запланировано на середину июня. Завершилось размещение двух выпусков **Газпрома**. Объем транша в евро составил EUR700 млн., доходность – 5.37% (MS + 79бп), транша в фунтах стерлингов – GBP550 млн., доходность – 6.59% (MS + 76бп). Стоит отметить, что оба выпуска разместились по нижней границе объявленных коридоров. По нашим оценкам, небольшая премия ко вторичному рынку (3-4бп) может быть только в транше EUR.

В преддверии Memorial Day в США сегодня короткий день.

## Рынок рублевых облигаций

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

В четверг рост котировок на рынке рублевых облигаций приостановился – это неудивительно, учитывая очень высокие ценовые уровни после продолжительного ралли. Тем не менее, «бычьи» настроения продолжают доминировать – заметной фиксации прибыли пока не ощущается.

В корпоративном сегменте вчера мы отметили интерес к облигациям **Мосэнерго-1** (+10бп; YTP 7.15%), **Мечел-2** (+9бп; YTP 7.43%), **Пятерочка-2** (+10бп; YTM 8.01%), **ГАЗ-1** (+5бп; YTP 8.98%). По-прежнему присутствует большой спрос на выпуски Московской области. Вчера в лидерах роста был ее **4-й выпуск** (+20бп; YTM 6.26%). Таким образом, с начала недели кривая доходности облигаций Мособласти опустилась вниз примерно на 10бп. Это подпитывает спрос на выпуски «дочек» администрации региона. В связи с этим мы бы хотели обратить внимание на выпуск **Мособлгаз-финанс-1** (YTM 8.86%; эмитент ФГУП Мособлгаз). На наш взгляд, он имеет потенциал сужения спреда к аналогичному по дюрации **Мособлгаз-1** (YTM 8.76%).

Ставка купона по короткому выпуску другой «дочки/внучки» Мособласти – компании **Спецстрой-2** – вчера была зафиксирована на уровне 8.59% (YTP 8.77%). Это соответствует нашей оценке справедливой доходности (см. вчерашний комментарий). Вчерашние размещения прошли ожидаемо успешно. В ходе размещения облигаций **Промсвязьбанк-5** купон был установлен в размере 7.99% (YTP 8.15%), что соответствует спреду к бескупонной кривой свопов/NDF около 250бп. Напомним, что, ориентируясь на другие рублевые выпуски, а также выпуск еврооблигаций **PROMBK 10** (YTM 8.32%; Z-свопы+300бп), мы оценивали справедливую доходность нового выпуска на уровне 8.45-8.55%.

Вчера холдинг Марта объявил купоны до погашения по облигациям **Марта-Финанс-2** (YTP 17.44%) на уровне 12.0%. Учитывая, что облигации холдинга 1-й и 3-й серии все еще торгуются с доходностью около 20%, мы полагаем, что все держатели 2-го выпуска воспользуются офертой в начале июня.

## КЭС ЭнергоСтройИнжиниринг (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы компаний КЭС-ЭнергоСтройИнжиниринг объемом 1.5 млрд. руб. с офертой через полтора года. Эмитентом выступает SPV группы – ООО «ЭнергоСтрой-Финанс». Поручители – основные операционные компании (ОАО «Ноябрьскэлектросетьстрой» и ОАО «Запсибэлектросетьстрой»). Дополнительное поручительство предоставляет холдинговая компания группы – ЗАО «КЭС-ЭСИ».

КЭС-ЭСИ – группа инжиниринговых компаний, предлагающих полный комплекс услуг по строительству и модернизации энергонерирующих мощностей (20% выручки в 2006 г.) и объектов электросетевого хозяйства (80% выручки в 2006 г.). Согласно оценкам самой компании, в 2006 г. она осуществила десятую часть от всего объема строительства электросетей в России. Основные регионы присутствия группы - Сибирь и Урал. КЭС-ЭСИ входит в КЭС-Холдинг, основным акционером которого является группа Ренова (В. Вексельберг).

Принимая во внимание высокую изношенность операционных активов российских электроэнергетических компаний, а также их гигантские инвестиционные планы, исчисляемые десятками миллиардов долларов, очевидно, что КЭС-ЭСИ находится в очень перспективном сегменте. Это подтверждается и портфелем заказов компании, который уже составляет около EUR2 млрд. (до 2014 г.). Мы ожидаем, что КЭС-ЭСИ будет демонстрировать очень высокие темпы роста выручки. У сервисных компаний, подобных КЭС-ЭСИ, невысока доля «условно-постоянных» издержек, что обеспечивает более высокую финансовую гибкость. Сильный акционер в лице группы Ренова – еще один позитивный фактор кредитоспособности заемщика.

Среди слабостей кредитного профиля компании мы отмечаем ее пока еще небольшие размеры, слабую диверсификацию клиентской базы и недостаточный уровень финансовой прозрачности (нет отчетности по МСФО при большом количестве компаний в группе). Насколько мы понимаем, у КЭС-ЭСИ могут возникнуть амбиции в отношении сделок M&A (стать центром консолидации в сегменте энергосервиса – вполне разумная стратегия), что обуславливает риски роста долговой нагрузки. Пока показатели покрытия долга выглядят вполне умеренно.

На наш взгляд, справедливый спред облигаций КЭС-ЭСИ составляет около 360bp к кривой CCS/NDF, т.е. примерно 9.0% для выпуска с 1.5-годовой офертой. Для сравнения, доходность облигаций нефтесервисной компании Интегра, имеющей очень высокую долговую нагрузку, сейчас составляет около 9.4%.

### Основные финансовые показатели группы «КЭС-ЭСИ», ОАО «Запсибэлектросетьстрой», ОАО «Ноябрьскэлектросетьстрой»

млн. руб.	КЭС-ЭСИ 2006	ОАО «ЗСЭСС» 2006	ОАО «НЭСС» 2006
Выручка	3 684	1 147	507
Прибыль от продаж	228	65	3
ЕБИТДА	312	64	19
Чистая прибыль	186	25	3
Финансовый долг	275	106	45
Собственный капитал	512	201	56
Активы	2 049	511	215
<b>Основные коэффициенты</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	8.5%	5.6%	3.7%
Чистая рентабельность	5%	2.2%	0.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	0.88	1.7	2.4
Финансовый долг/Капитал	0.54	0.53	0.8
Капитал/Активы	0.25	0.39	0.26

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

#### Управляющий департамента аналитики

##### Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@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

#### Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

#### Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

#### Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

#### Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@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

#### Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

#### Электроэнергетика

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