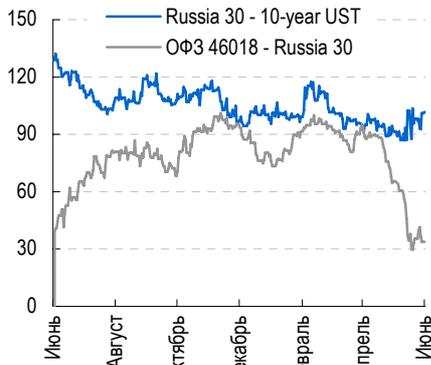
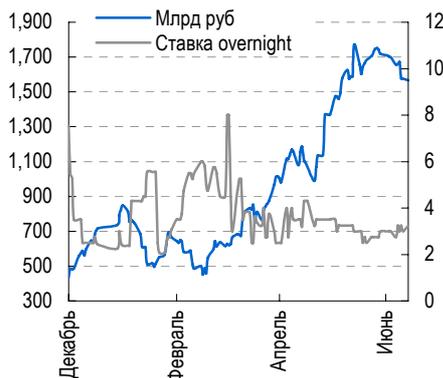


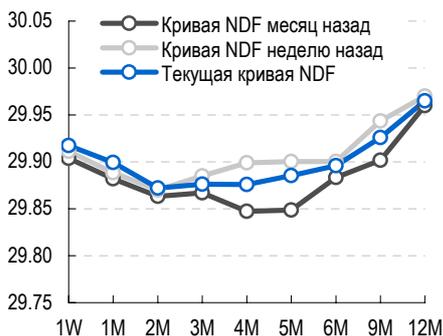
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

25 июня	Выплата акцизов, НДС
25 июня	Статистика по вторичному рынку жилья
26 июня	Размещение руб.обл. Русское Море-1
26 июня	Размещение руб.обл. ДиПОС-1
26 июня	Статистика по первичному рынку жилья
27 июня	Размещение руб.обл. Газэнергосеть-1
28 июня	Статистика по ВВП США
28 июня	Заседание ФРС по ставке

Рынок еврооблигаций

- Облигации **Восточного Экспресса** – хорошая возможность заработать. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Облигации **ЮТК-4** интересны после снижения котировок. Выпуск **МОИА-1** пока не полностью отразил отсутствие новой оферты от Мособласти (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ДиПОС (NR)**: комментарий к размещению (стр. 3)
- Вкратце: ТНК-ВР (Ваа2/ВВ+/ВВВ-) благополучно разрешила конфликт** вокруг принадлежащего ей Ковыктинского месторождения газа (Reuters). ТНК-ВР продает Газпрому (А3/ВВВ) контрольный пакет акций держателя лицензии (Русиа-Петролиум) вместе с менее значимыми активами за USD700-800 млн. Кроме того, соглашение ТНК-ВР с Газпромом предусматривает создание совместного предприятия по добыче газа. Мы считаем, что это позитивные новости для кредиторов ТНК-ВР, многие из которых воспринимали конфликт вокруг Ковыкты как свидетельство повышенных политических рисков в отношении компании. Из-за этих рисков еврооблигации TMENRU '11, '12, '16 и '17 торгуются со спрэдом около 20-25бп над кривой доходности сопоставимой по фундаментальным характеристикам компании ЛУКОЙЛ (Ваа2/ВВВ-). Мы считаем, что сейчас этот спрэд может сузиться до 0-5бп.
- Вкратце: ТГК-1 (NR) впервые опубликовала отчетность по МСФО.** Если не учитывать неденежные бухгалтерские «проводки», связанные с резервами под обесценение основных средств, то в 2006 г. ТГК-1 получила операционный убыток, а соотношение «Долг/ЕБИТДА» составило около 5.6х. Мы бы не стали преувеличивать значение этих результатов для держателей облигаций ТГК-1. Во-первых, существенное негативное влияние на них оказала аномально холодная зима 05/06 гг. Во-вторых, уже в июле ТГК-1 намерена разместить крупную допэмиссию акций, в результате чего в компанию поступит не менее USD1 млрд. На роль контролирующего акционера претендуют такие сильные компании, как Газпром (А3/ВВВ) и Fortum (А2/А-/А+). В случае успеха допэмиссии, выпуск облигаций ТГК-1 (7.7%) может сузить спрэд на 10-15бп.
- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) намерена вывести «за баланс» свой портфель недвижимости** стоимостью около USD100 млн. (sale – leaseback). Данная сделка позволит профинансировать еще около USD50 млн. инвестиций, не увеличивая долг. В то же время, пострадает показатель ЕБИТДА. В целом, мы относимся к новости нейтрально, т.к. считаем, что сделка существенно не изменит ситуацию с высокой долговой нагрузкой компании.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.13	-0.06	+0.28	+0.43
EMBI+ Spread, бп	159	+4	+9	-10
EMBI+ Russia Spread, бп	98	+8	+12	+2
Russia 30 Yield, %	6.14	+0.02	+0.39	+0.49
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	0	+0.05	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	493.5	+29.7	-90.0	-172.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1073.1	-38.0	-114.4	+958.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	21.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.58	+1.3	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	-0.01	0	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	71.2	+1.0	+0.5	+10.5
Индекс РТС	1896	+3	+101	-14

Рынок еврооблигаций

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

Кривая **US Treasuries** в пятницу скорректировалась вниз по доходности примерно на 6бп. По итогам дня **10-летние ноты** закрылись на уровне 5.13%. Насколько мы понимаем, причиной такого движения стало снижение на рынке акций, где в лидерах падения оказались финансовые компании, которые потенциально могут пострадать из-за проблем в сегменте sub-prime mortgages. Кроме того, вероятно, в преддверии заседания ФРС на этой неделе участники рынка решили заранее закрыть короткие позиции.

Спрэд **EMBI+** в пятницу расширился на 4бп до 159бп. Котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.14%) снизились примерно на 1/4, спрэд к UST10 расширился до 99-100бп. В корпоративном сегменте пятница выдалась достаточно тихой. В сегменте казахстанских выпусков сохраняется интерес к еврооблигациям **АТФБанка**. При этом, хорошим спросом пользовались облигации и другого казахского банка – ЦентроКредита (**BCCRD 11** (+7/16; YTM 7.84%), **BCCRD 14** (+1/2; YTM 8.92%)), который многие теперь считают следующим наиболее вероятным кандидатом на покупку иностранцами.

Сегодня мы ожидаем спроса в выпусках **ТНК-ВР** (тиккер **TMENRU**), которые имеют хорошие шансы сужения спрэдов к кривым доходности **Газпрома** и **ЛУКОЙЛа** на новостях о разрешении конфликта вокруг Ковыктинского месторождения газа (см. стр.1).

На первичном рынке завершилось размещение 3-летних еврооблигаций банка **Русский Стандарт** (BB-/Ba1) – объем займа составил USD400 млн., доходность сложилась на уровне 8.485% (MS+300бп). По информации организаторов, совокупный спрос составил около USD600 млн. Мы по-прежнему считаем этот выпуск привлекательным – его спрэд к свопам примерно на 20бп шире, чем у более длинного **RUSB 10** (YTM 8.34%).

Кроме того, был озвучен price-talk по готовящемуся 2-летнему еврозайму банка **Восточный Экспресс** (B3), который будет номинирован в рублях. Организатор прогнозирует ставку купона на уровне 10%. Это предполагает премию в размере около 200бп к рублевым еврооблигациям **УРСА Банка** (URSAP 10). Оба банка имеют общих контролирующих акционеров (г-н Ким&Ко) и специализируются на потребкредитовании. Банки уже достаточно тесно интегрированы. В течение 12-18 месяцев Восточный Экспресс будет присоединен к УРСА Банку (время требуется в основном для получения одобрения со стороны ЕБРР – важного акционера УРСА Банка). Ряд опционов «пут» в структуре предлагаемого выпуска ВЭ «защищают» инвесторов от рисков, связанных с возможными задержками в присоединении. Мы считаем облигации ВЭ очень перспективными и рекомендуем покупать как новый выпуск, так и размещенные в марте «классические» рублевые облигации ВЭ.

Предстоящая неделя будет насыщена в плане статистики – в США выйдут данные по рынку жилья, ВВП, инфляции. В среду состоится очередное заседание комитета ФРС по открытому рынку. Вероятнее всего, **FED RATE** будет сохранена на прежнем уровне (5.25%), а основное внимание инвесторов будет сосредоточено на формулировках пресс-релиза.

Рынок рублевых облигаций

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

В пятницу, несмотря на волатильность еврооблигаций и кратковременный рост ставок денежного рынка, рублевые облигации чувствовали себя достаточно уверенно. По нашим наблюдениям, основными покупателями были нерезиденты.

В ОФЗ рост котировок составил в среднем около 5бп. На общем фоне несколько выделялся выпуск **ОФЗ 46017** (+13бп; YTM 6.34%). Выпуски первого эшелона также пользовались спросом – **Газпром-8** (+10бп; YTM 6.86%), **РЖД-6** (+11бп; YTM 6.83%), **РЖД-5** (+10бп; YTM 6.14%), **Газпром-9** (+6бп; YTM 7.09%), **МосОбласть-7** (+5бп; YTM 7.06%). Помимо этого, довольно активно покупали выпуск **Мосэнерго-1** (+10бп; YTP 7.09%). Буквально «выстрелили» облигации **Сахарная компания-1** (+50бп; YTP 12.83%). Вопреки нашим ожиданиям, котировки **МОИА-1** (8.60%) не изменились (см. наш комментарий от 22 июня).

Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **ЮТК-4**, цена которого в пятницу неожиданно снизилась примерно на 20бп, а доходность выросла до 7.83%. При этом более длинный **ЮТК-5** на форварде торгуется на уровне 7.65%.

В ходе размещения выпуска облигаций **Еврокоммерц-3** купон был установлен на уровне 9.48% (доходность 9.78% к 1.5-годовой оферте). Таким образом, аукцион прошел по сценарию недельной давности, когда чуть более короткий **Еврокоммерц-2** был размещен с купоном 9.48%. Напомним, что мы оценивали справедливую доходность обоих выпусков на уровне не ниже 10.50%.

ДиПОС(NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа группы ДиПОС объемом 2 млрд. рублей с офертой через год и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает головная компания группы – ООО «ПКФ «ДиПОС», через которую проходит почти 95% консолидированной выручки. Поручителем выбрана основная производственная компания – ООО «Верхневолжский СМЦ». Группа ДиПОС занимается металлотрейдингом, т.е. закупкой крупных партий металла у российских и зарубежных металлургических предприятий, их хранением, обработкой и последующей перепродажей розничным покупателям, представляющим в основном такие отрасли, как строительство и машиностроение. По объемам торговли компания занимает 4-е место в России с оцениваемой долей рынка в 4.8%. Регион присутствия группы – Европейская часть России. Суммарная площадь складов превышает 150 тыс. кв. м. Доля продукции собственного производства (изделия из металлопроката) в общей структуре выручки по итогам 2006 г. составила 20%. Конечными бенефициарами группы выступают ее основатели/менеджеры.

Характерными особенностями бизнес-профиля металлотрейдеров являются высокий уровень конкуренции, ограничивающий маржу, а также значительные потребности в оборотном капитале (крупные меткомбинаты обычно не предоставляют товарных кредитов). Более высокой рентабельности по сравнению с конкурентами можно добиться за счет эффекта масштаба, более грамотной логистики, присутствия в более «горячих», с точки зрения спроса на металл, регионах и предоставления дополнительных услуг. На рынке в настоящее время уже представлены практически все крупнейшие в России компании-металлотрейдеры. Это СПК, Инпром, Металлсервис и Комтех. Сравнительные данные по основным финансовым результатам и долговой нагрузке этих компаний представлены в табл. ниже.

При оценке справедливой доходности облигаций компании мы исходили из того, что по кредитным характеристикам ДиПОС сопоставим или чуть сильнее Металлсервиса (близкие доли рынка и рентабельность, один регион присутствия, более низкая долговая нагрузка ДиПОС, но, возможно, и более скромный портфель недвижимости), при этом он чуть уступает лидеру рынка – компании СПК (см. табл.). Доходность облигаций СПК, сложившаяся при размещении, составила 10.46% к полуторогодовой оферте. Доходность выпуска Металлсервиса – 10.78% к годовой оферте. Таким образом, справедливую доходность облигаций ДиПОС мы оцениваем на уровне 10.6-10.8% (Свопы+550бп). Сопоставление с облигациями Инпрома не имеет смысла, поскольку их доходность занижена (8.85%) по сравнению со «справедливыми» уровнями из-за присутствия бумаг в котировальном списке А1. Выпуск долларовых кредитных нот компании Комтех был недавно размещен с купоном 10.00%. Достаточно узкий спред выпуска к свопам (460бп) был достигнут за счет более высокой прозрачности и наличия кредитного рейтинга (В- от S&P).

Ключевые финансовые показатели компаний ДиПОС, Металлсервис, СПК, Комтех и Инпром за 2006 г.

млн. руб.	ДиПОС РСБУ	Металлсервис РСБУ	СПК РСБУ	Комтех МСФО	Инпром МСФО
Выручка	13 528	13 946	20 377	19 468	12 046
ЕБИТДА	722	754	770	954	724
Долг	1 764	3 327	1 820	761	5 600
Ключевые показатели					
ЕБИТДА margin (%)	5.3%	5.4%	3.8%	4.9%	6%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	2.4	4.4	2.4	0.8	7.7

Источник: данные компаний, 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.