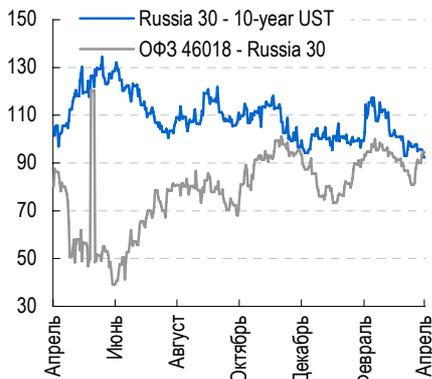


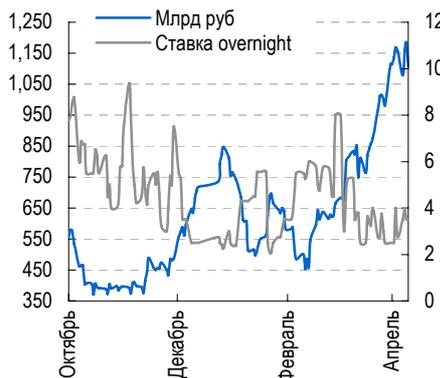
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 26 апреля 2007 г.

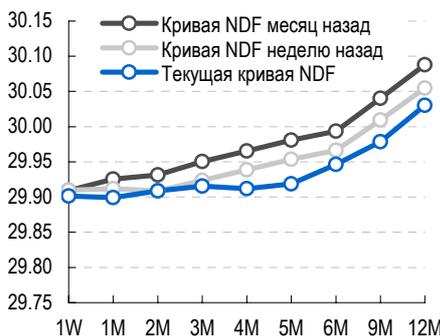
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 апр	Размещение руб.обл. Якутия-35002
26 апр	Размещение руб.обл. Пивдом-1
26 апр	Размещение руб.обл. Томск Инвест-1
26 апр	Размещение руб.обл. Связь-Банк-1
26 апр	Размещение руб.обл. ОГК-6-1
27 апр	Выплата акцизов, НДС
27 апр	ВВП США за 1 кв. 2007
28 апр	Выплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** скорректировались вверх. В корпоративках покупки. На первичном рынке появился ориентир по 3-летнему выпуску **Транскапиталбанка** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Об интересном размещении **Мособласть-7** и **Ленэнерго-3**, а также справедливой доходности по новому выпуску **Якутии** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ОГК-6 (NR)**: комментарий к размещению (стр.3)
- Вкратце: Комитет по реформированию РАО ЕЭС (ВВ-)** рекомендовал совету директоров Ленэнерго (NR) отложить рассмотрение вопроса о допэмиссии акций в пользу города. Миноритариев РАО смущает, что в допэмиссии будет участвовать ФСК, что приведет к возникновению конфликта интересов (Источник: Рейтер). Задержки с допэмиссией не критичны, но неприятны для кредиторов Ленэнерго. Облигации компании в настоящее время кажутся нам перекупленными.
- Вкратце: Группа СеверСталь Авто (NR) отчиталась по МСФО за 2006 г.** Выручка компании в прошедшем году выросла на 26% и достигла 33.5 млрд. руб. (USD1.2 млрд.). Показатели операционной рентабельности чуть ухудшились (EBITDA margin 13.1% против 13.7% в 2005 г.). На фоне умеренной инвестиционной политики долговая нагрузка остается на консервативном уровне (Чистый долг/EBITDA ≈ 0.5x). В начале 2007 г. гендиректор СеверСталь Авто В.Швецов выкупил долю А.Мордашова в компании. На наш взгляд, это несколько ослабило кредитный профиль СеверСталь Авто. Облигации компании 1-й серии сейчас торгуются с доходностью 8.15% (CCS+210бп) к погашению в январе 2010 г., и, на наш взгляд, не имеют потенциала сужения спрэдов.
- Вкратце: ВБД (В1/В+) намерена диверсифицировать бизнес** посредством приобретений, на которые компания готова при необходимости потратить USD1 млрд. или более (Источник: Коммерсантъ со ссылкой на компанию). На наш взгляд, столь агрессивный аппетит к поглощениям не позволит рейтинговым агентствам поднять кредитные рейтинги ВБД, несмотря на отличные финансовые результаты компании. Выпуски облигаций ВБД малоликвидны, и, по нашему мнению, не имеют потенциала сужения спрэдов.
- Вкратце: Мосэнерго (В/Позитивный) опубликовало сильные результаты за 2006 г. по МСФО.** Показатель EBITDA margin вырос с 10% (2005 г.) до 25%, соотношение Чистый долг/EBITDA опустилось с 1.0x до 0.9x. Облигации Мосэнерго сейчас торгуются не на фин.результатах, а на поглощении Газпромом и «списке А1». Оба выпуска компании выглядят дорого, особенно Мосэнерго-2.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.65	+0.03	+0.05	-0.05
EMBI+ Spread, бп	158	-2	-12	-11
EMBI+ Russia Spread, бп	94	-2	-6	-2
Russia 30 Yield, %	5.58	+0.01	-0.04	-0.07
ОФЗ 46018 Yield, %	6.52	0	-0.03	0
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	433.5	-49.3	-269.3	-232.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	673	-29.0	+552.2	+558.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	137.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.82	+0.62	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	0.0	-67.2	-64.4	-60.7
Индекс РТС	1973	+6	+48	+63

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Экономическая статистика, опубликованная вчера в США, оказалась несколько противоречивой: заказы на товары длительного пользования и капвложения корпораций выросли в марте сильнее, чем ожидалось, в то время как данные по первичному рынку жилья оказались довольно слабыми. Комментарии в **Бежевой книге ФРС** свидетельствуют о том, что в экономике США мало что изменилось – отмечается умеренный рост и достаточно стабильные цены. На этом фоне доходность **10-летних UST** вчера скорректировалась вверх. В пятницу выходят данные по ВВП США, а сегодня – лишь еженедельные **Jobless Claims**.

Спрэд **EMBI+** вчера сузился на 26п до 158бп, т.е. облигации **EM** почти не отреагировали на движения американского рынка.

Выпуск **Russia 30** (YTM 5.58%) сохраняет спрэд к UST на уровне 95бп, котировки к закрытию торгов снизились примерно на 1/16 до 114.0–114 1/16. В целом же активность торгов была достаточно низкой. В корпоративном сегменте мы видели покупки в **MOBTEL 12** (YTM 6.44%), **VIP 16** (YTM 7.12%) и выпусках **ТНК-ВР**. Продолжают расти котировки CLN **MIRAX 11_09** (+1/8; 100 7/8; YTM 8.90%). В целом, что называется «across the board», инвесторы в российские корпоративные бумаги настроены достаточно оптимистично.

Вчера на уровне 9.25%-9.50% были объявлены ориентиры по 3-летнему выпуску еврооблигаций **Транскапиталбанка** (B1). Ключевым фактором привлекательности банка является участие в его капитале ЕБРР (25%), что в принципе указывает на сравнительно более высокую (по сравнению с другими банками сопоставимого размера) вероятность поглощения международным финансовым институтом. Такие банки все больше нравятся инвесторам, особенно после сделки **КВС/Абсолют Банк**. На рынке сейчас присутствует еще один выпуск похожего на Транскапиталбанк финансового института – это **Локо-банк** (B2/NR/B-; 3 года; 9.85%).

Рынок рублевых облигаций

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

Активность на вторичном рынке вчера была предсказуемо низкой. Внимание инвесторов было сосредоточено на первичных размещениях, в первую очередь выпусков **Мособласть-7** и **Ленэнерго-3**.

Размещению облигаций Мособласти предшествовали достаточно активные действия по разогреву и так достаточно «горячего» рынка. С утра мы видели покупки в выпусках **МосОбласть-6** (YTM 6.87%) и близких по дюрации к новому выпуску облигациях **ЛУКОЙЛ-4** (+28бп; YTM 7.22%) и **Газпром-9** (+25бп; YTM 7.11%), которые сейчас выглядят достаточно дорого. Несмотря на это, а также на приходившие сообщения о «наличии полной книги» заявок на Мособласть-7 с доходностью ниже 7.00%, рынок «не поддался», и в результате в ходе затянувшегося размещения доходность по выпуску была установлена на уровне 7.11% (105.52 по цене; наши вчерашние расчеты цены были неверными из-за ошибки в датах денежных потоков, допущенной в сообщении ММВБ). Более того, после размещения рынок в выпуске был виден на уровне 105.15-105.55 (7.18% по биду), т.е. фактически ниже цены размещения. Мы сохраняем свою оценку справедливой доходности по Мособласть-7 на уровне 7.40-7.45% (CCS/NDF+50бп).

Аукцион по **Ленэнерго-3** завершился установлением купона на уровне 8.02% (YTM 8.18%). Более того, в конце дня на «форвардах» сделки проходили по цене 100.10. Мы поражены столь агрессивным спросом на бумагу этого заемщика. Справедливая доходность по выпускам Ленэнерго, на наш взгляд, находится на 20-30бп выше текущих уровней.

Сегодня состоится размещение 7-летнего выпуска **Якутии**. Накануне S&P повысило рейтинг региона по национальной шкале на 1 ступень до **ruA+**. Структура нового выпуска предполагает квартальные купоны и амортизацию, поэтому дюрация составит около 4.7 лет. Более короткие выпуски **Якутия-35001** (YTM

7.48%) и **Якутия-25006** (УТМ 7.09%) торгуются на уровне CSS плюс 95-100бп. Справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем около 7.60% (ССS+100бп; 101.90 по цене).

Денежный рынок продолжает спокойно переваривать налоговые платежи без заметного роста ставок. Объем ликвидности в банковской системе по-прежнему превышает 1 трлн. руб. Тем не менее, мы рекомендуем использовать текущие уровни для неагрессивной фиксации прибыли в ОФЗ и первом эшелоне, одновременно сокращая дюрацию портфелей, т.к. считаем рынок несколько «перекупленным».

ОГК-6 (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится дебютное размещение облигационного займа ОГК-6 объемом 5 млрд. рублей сроком на 5 лет с 3-х летней офертой.

ОГК-6 является одной из крупнейших в России генерирующих компаний и имеет установленную электрическую мощность 9 ГВт. ОГК-6 принадлежат шесть электростанций, в т.ч. Киришская, Рязанская и Новочеркасская ГРЭС. Основным акционером является ПАО ЕЭС России (93.5%). В топливном балансе ОГК-6 доминируют газ (50%) и уголь (44%). Инвестиционная программа на 2007-2011 гг. составляет около 51 млрд. рублей и включает в себя планы модернизации и строительства новых мощностей.

На наш взгляд, с точки зрения масштабов, структуры, финансовых показателей и инвестиционных appetites ОГК-6 очень похожа на ОГК-5. К обеим компаниям проявляет интерес могущественный Газпром (А3/BBB/BBB-).

Однако, с точки зрения кредитного профиля, ОГК-5 нам кажется более сильным заемщиком. Во-первых, это более прозрачная компания, имеющая отчетность по МСФО, кредитный рейтинг (Ва3 от Moody's) и листинг. Ничего из перечисленного у ОГК-6 пока нет. Во-вторых, ОГК-5 уже провела публичное размещение допэмиссии акций и привлекла в капитал около USD450 млн., чем обеспечила себе финансирование части инвестпрограммы, тогда как в случае с ОГК-6 параметры и сроки допэмиссии еще не определены.

Облигации ОГК-5 сейчас торгуются с доходностью около 7.65% к оферте в октябре 2009 г. На наш взгляд, на этом фоне справедливая доходность за 3-летний риск ОГК-6 составляет около 7.90-8.00%. Это несколько выше ориентиров организаторов выпуска ОГК-6 (7.63%-7.85%).

Ключевые консолидированные финансовые показатели ОГК-6

Млн. руб.	2006
Выручка	28 469
ЕБИТДА	2 640
Чистая прибыль	1 586
Финансовый долг	6 515
Собственный капитал	12 712
Ключевые показатели	
Рентабельность ЕБИТДА (%)	9.3%
Рентабельность чистой прибыли (%)	5.6%
Финансовый долг/ЕБИТДА (x)	2.47
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.51

Источник: оценки Росбанка (организатор выпуска облигаций ОГК-6)



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

George Lilis	George.Lilis@mdmbank.com
Vladislav Nigmatullin	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.