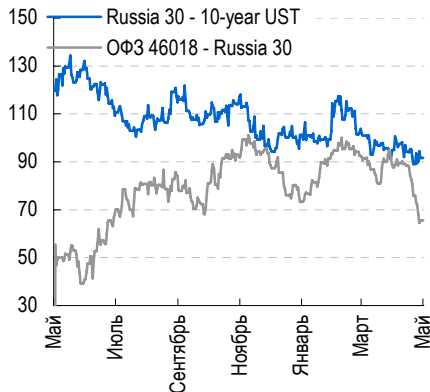
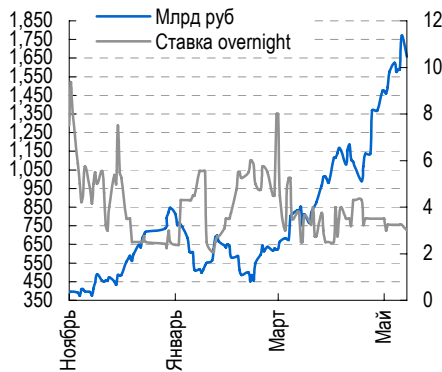


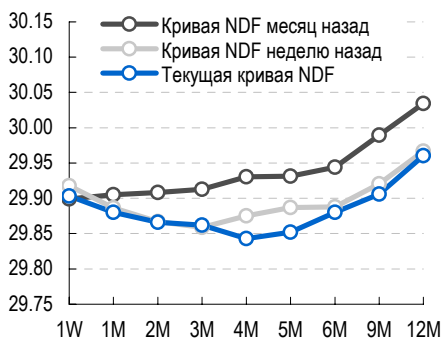
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
29 мая	Размещение руб.обл. Пермэнерго-1
29 мая	Размещение руб.обл. АвтоВАЗ-4
30 мая	Размещение руб.обл. Банк ЖилФинанс-2
30 мая	Размещение руб.обл. Металлсервис-1

Рынок еврооблигаций

- Доходности **US Treasuries** еще чуть выросли. Сегодня рынок отдыхает в связи с выходным днем в США и Великобритании. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- В пятницу мы увидели еще два примера, свидетельствующие о явной «перегретости» рынка (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ЛМЗ Свободный Сокол (NR):** комментарий к размещению.
- Пермэнерго (NR):** комментарий к размещению.
- Вкратце: Канадская Barrick Gold (Baa1/A-), крупнейший акционер компании Highland Gold (NR),** недовольна итогами и перспективами деятельности HG и изучает возможности работы в России без нее. Поэтому сейчас российским золотодобы-вающим компаниям предложено рассмотреть возможность покупки доли Barrick в HG (Источник: Интерфакс со ссылкой на свои источники). На наш взгляд, это достаточно неприятный сигнал для кредиторов HG. Напомним, что ранее сообщалось о вероятном увеличении степени интеграции Barrick и HG (см. наш комментарий от 16 апреля). За последние дни капитализация HG снизилась почти на 20% и сейчас составляет около USD550 млн. Тем не менее, в период смены основного акционера дефолт по облигациям HG вряд ли будет допущен. До продажи он невыгоден Barrick (которая обладает ресурсами для поддержки), а после продажи поддержка вероятна со стороны нового акционера. Самостоятельные кредитные характеристики HG выглядят очень слабо – компания пока убыточна и имеет высокую долговую нагрузку. Мы считаем, что облигации HG (12.00% к погашению в апреле 2008 г.) сейчас справедливо оценены рынком, но не исключаем продаж в выпуске.
- Вкратце: Основатели и ключевые акционеры розничной сети Виктория (NR)** продали 3% акций компании фонду East Capital исходя из оценки стоимости компании в USD0.9-1.1 млрд. (Источник: Коммерсантъ). С одной стороны, такие сделки повышают «ликвидность» акций компании и приближают ее к IPO. С другой стороны, в рамках подобных сделок компания обычно берет на себя условные финансовые обязательства (например, по выкупу акций в случае непроведения IPO в оговоренные сроки, как это было в случае с ДИКСИ). Поэтому мы относимся к новости нейтрально. Облигации Виктории 1-й и 2-й серии торгуются с доходностью около 10.1%. Мы полагаем, что в текущей ситуации «горячего рынка» они имеют потенциал снижения доходности на 15-25бп.
- Вкратце: Fitch повысило рейтинг Ленинградской области с «В» до «В+».**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.86	+0.02	+0.21	+0.16
EMBI+ Spread, бп	152	-2	-6	-17
EMBI+ Russia Spread, бп	88	-1	-6	-8
Russia 30 Yield, %	5.78	-0.01	+0.20	+0.13
ОФЗ 46018 Yield, %	6.43	0	-0.09	-0.09
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	455.6	-127.9	+3.8	-210.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1201.7	+14.2	+586.0	+1087.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	177.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.43	+0.03	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	0	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	70.7	+0.1	+2.3	+10.0
Индекс РТС	1795	+4	-141	-115

Рынок еврооблигаций

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

В пятницу в США вышла достаточно слабая статистика по рынку жилья. Тем не менее, держатели UST придали большее значение позитивной динамике американского рынка акций. В результате по итогам дня доходность **10-летних нот** выросла еще на 2бп до 4.86%. Сегодня в США и Великобритании выходной день. Вместе с тем, предстоящая неделя обещает быть интересной – нас ожидают второй релиз данных по ВВП США за 1-й квартал, Payrolls, стенограмма майского заседания FOMC, цифры по промышленности и строительству.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.78%) почти не изменились (112 1/2), спред к UST составил около 92бп. В корпоративном секторе было очень мало сделок. Из двух «свеже размещенных» выпусков **Газпрома** чуть более успешно торговался транш в фунтах (100.375). Вероятно, сказывается относительно меньшая насыщенность этого сегмента инвесторов (GBP) риском Газпрома – ведь это первые облигации газового монополиста в британской валюте.

На первичном рынке завтра начинается роад-шоу еврооблигаций **ЛУКОЙЛа** (Ваа2/BBB-/BBB-). За ним должен последовать **Альфа-Банк** (Ва1/BB). Кроме того, вскоре вероятно появление на рынке нового выпуска **УРСА-Банка** (Ва3/NR/B).

Рынок рублевых облигаций

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

В прошедшую пятницу мы наблюдали еще несколько примеров, свидетельствующих о явной перегретости рынка рублевых облигаций.

Во-первых, неадекватно резким ростом котировок на сообщение о вероятном вхождении РЖД в капитал Трансмашхолдинга отреагировали облигации **ТМХ-2** (+85бп; YTP 7.65%). Теперь спред этого выпуска к кривой РЖД составляет лишь 130бп. На наш взгляд, такой уровень спреда был бы адекватен лишь в том случае, если бы речь шла о переходе к РЖД контроля над ТМХ. Для сравнения, нефтехимические «дочки» **Газпрома**, Сибур и САНОС, торгуются со спредом к кривой доходности материнской компании на уровне 100бп.

Еще более ярким свидетельством ослабления внимания инвесторов к кредитным рискам на фоне избыточной ликвидности стали результаты размещения облигаций **Спортмастер-1**. В ходе аукциона купон сложился на уровне 8.80% (YTP 8.99%). Мы оценивали справедливую доходность по этому выпуску на уровне более 10% (см. комментарий от 24 мая). Одной сделкой кто-то из инвесторов (вероятно – нерезидент), приобрел облигации Спортмастера на 2.7 млрд. На наш взгляд, в этой ситуации гораздо разумнее было бы выдать эмитенту кредит – тогда более низкую ликвидность инвестор смог бы компенсировать за счет обеспечения и/или ковенант.

Более адекватно прошло размещение облигаций энергосервисной компании КЭС ЭСИ. Купон по выпуску **ЭнергоСтрой-1** был установлен в размере 9.50% (YTP 9.73%; CSS/NDF+430бп). Наша оценка справедливой доходности – около 9.00% (см. комментарий от 25 мая).

По состоянию на сегодняшнее утро сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ сократилась на 113.7 млрд. рублей до 1.66 трлн. руб. Этому способствовали выплаты налога на прибыль. Сегодня из-за нерабочего дня в США будут закрыты валютные торги по доллару на ММВБ. Однако, вряд ли это приведет к сколько-нибудь значительному росту ставок overnight.

ЛМЗ Свободный Сокол (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение 3-го облигационного займа ОАО «Липецкий металлургический завод Свободный Сокол». Объем выпуска составит 1.2 млрд. руб., срок – 4 года с офертой через 18 месяцев.

ЛМЗ Свободный Сокол – это небольшой металлургический завод, занимающийся производством чугуна (800 тыс. тонн в 2006 г.). Основную часть продукции компания экспортирует посредством продажи на спот-рынке компаниям-трейдерам. Около 15% производимого чугуна Свободный Сокол использует в производстве труб, которые, насколько мы понимаем, применяются в жилищно-коммунальном хозяйстве. Большая часть трубной продукции Свободного Сокола экспортируется. Компания не раскрывает своих акционеров.

На наш взгляд, Свободный Сокол имеет очень слабый кредитный профиль. Его главные недостатки – отсутствие значимых собственных ресурсных активов (уголь, руда), низкий уровень передела, небольшие размеры, ориентация в основном на экспорт (высокие ценовые риски и негативное влияние укрепления рубля) и цикличность отрасли.

Хорошей иллюстрацией связанных с этими недостатками рисков были события 2005 г., когда в 1-м полугодии из-за разницы в динамике цен на руду и чугун Свободный Сокол демонстрировал убытки на операционном уровне.

Мы полагаем, что в стресс-сценарии поддержки Свободному Соколу ждать по большому счету неоткуда. Металлургический завод имеет небольшие размеры и практически незаметен с точки зрения внутреннего рынка. Насколько мы понимаем, возможности акционеров по поддержке невелики.

На фоне реализации достаточно крупной для завода инвестиционной программы, и без того высокая долговая нагрузка Свободного Сокола в ближайшие пару лет скорее вырастет, чем снизится. Соотношение Долг/ЕБИТДА на уровне 5-6х для небольшого металлургического предприятия – это очень высокий уровень, который подразумевает низкую стоимость компании (учитывая equity valuations в секторе).

Единственный позитивный фактор кредитного профиля Свободного Сокола – это его простая юридическая структура, т.е. концентрация активов, обязательств и денежных потоков на балансе одного предприятия (оно же выступает эмитентом).

Предыдущий выпуск завода торгуется с доходностью около 12%. Ориентиры по новому выпуску были озвучены на уровне 11.5-11.9%. По нашим оценкам, справедливая доходность за риск Свободного Сокола составляет не менее 13%.

Ключевые финансовые показатели ОАО «ЛМЗ «Свободный Сокол», РСБУ

млн. руб.	2004	2005	2006O
Выручка	5 635	5 647	5 818
ЕБИТДА	402	364	513
Чистая прибыль	47	3	53
Долг	2 188	2 389	2 653
Собственный капитал	1 415	1 625	1 748
Активы	3 934	4 504	5 045
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	7.1%	6.4%	8.8%
Долг/ЕБИТДА annualized (x)	5.44	6.56	5.17
Долг/Собственный капитал (x)	1.55	1.47	1.52
ЕБИТДА/ процентные платежи (x)	1.93	1.93	1.86

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Пермэнерго (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа ОАО «Пермэнерго» объемом 1 млрд. руб. с офертой через три года.

Пермэнерго – электросетевая распределительная компания Пермского края и Западного Урала. Сетевое хозяйство Пермэнерго включает в себя 44 248 км. воздушных и кабельных линий. Полезный отпуск электроэнергии в 2006 году составил 17,24 млн. кВтч., увеличившись по сравнению с 2005 годом на 2.4%. Крупнейшим акционером компании является ПАО «ЕЭС России» (49% УК).

Электросетевые компании уже достаточно хорошо известны участникам рынка рублевых облигаций. На рынке уже присутствуют «сестры» Пермэнерго (тоже входят в группу ПАО ЕЭС) – это МОЭСК, Ленэнерго, Тюменьэнерго и Екатеринбургская ЭСК. Все эти компании – регулируемые локальные инфраструктурные монополии, имеющие достаточно существенные потребности в модернизации сетевого хозяйства и строительстве новых сетей. Насколько мы понимаем, все они останутся под контролем государства (будь то федеральное правительство или региональные власти), которое будет помогать им в финансировании инвестпрограмм путем осуществления соответствующей тарифной политики (введение платы за присоединение и т.д.).

На наш взгляд, Пермэнерго наиболее сопоставима с ЕЭСК. Компании обслуживают соседние регионы, имеют сопоставимые размеры, сравнимую операционную рентабельность и долговую нагрузку (см. табл.). Выпуск ЕЭСК размещался полтора месяца назад и имел такие же параметры, что и предлагаемые облигации Пермэнерго (оферта через 3 года, 1 млрд.). Тогда мы оценивали «справедливую» доходность выпуска ЕЭСК на уровне 8.0-8.2%, учитывая, что в нем может появиться дополнительная оферта (см. комментарии от 12 апреля). Облигации ЕЭСК были размещены с доходностью 8.9%. Мы предполагаем, что сразу после выхода на вторичные торги их доходность опустится ближе к 8%. Справедливую доходность по облигациям Пермэнерго мы оцениваем на уровне 8.3-8.4%. Выпуски Тюменьэнерго и Ленэнерго сейчас торгуются в коридоре 7.75%-8.0%.

Основные финансовые показатели ОАО «Пермэнерго», РСБУ

млн. руб.	Пермэнерго 2006 г.	ЕЭСК 2006	Тюменьэнерго 2006	Ленэнерго 9 мес. 2006 г.	МОЭСК 9 мес. 2006 г.
Выручка	7 278	5074	24 193	6 926	17 368
ЕБИТДА	1 190	674	3 938	970	6 253
Чистая прибыль	690	175	1 739	(242)	3 093
Финансовый долг	450	108	129	5 572	6 459
Собственный капитал	7 045	2919	30 722	17 224	30 129
Основные коэффициенты					
Рентабельность ЕБИТДА	16.3%	13%	16%	14%	36%
Чистая рентабельность	9.5%	3%	7%	-	17.8%
Финансовый долг/ЕБИТДА	0.38	0.16	0.03	4.3	1.03
Финансовый долг/Капитал	0.06	0.04	0.00	0.32	0.21

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.