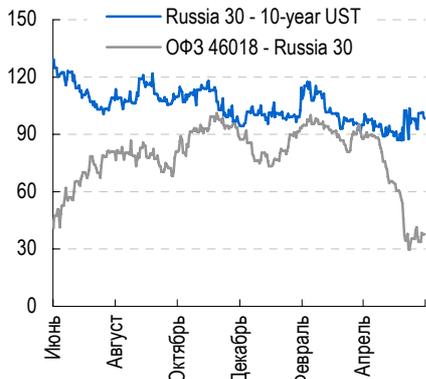
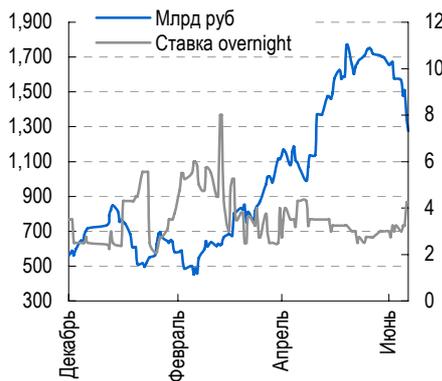


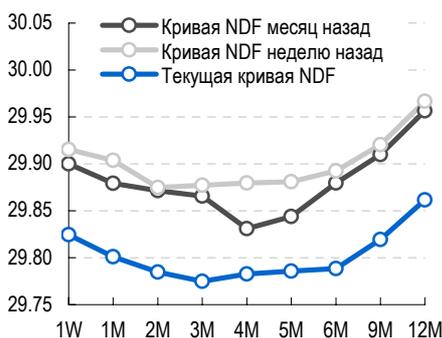
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 июня	Дефлятор ВВП в США
2 июля	Индекс ISM Manufacturing
3 июля	Размещение руб.обл. ЯрОбл-8
5 июля	Размещение руб.обл. ОГК-2
10 июля	Размещение руб.обл. Х5-Финанс
6 июля	Данные по рынку труда в США
16 июля	Уплата ЕСН
18 июля	Размещение ОФЗ 26199

Рынок еврооблигаций

- **FED RATE** осталась неизменной, реакция на комментарии **FOMC** умеренно-негативна. Выпуск **TNEFT 14** продолжает расширять спрэды (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Обращаем внимание на выпуски **Газпром-6** и **Мособласть-6**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Секьюритизация лизинговых контрактов МОЭСК:** комментарий к размещению. Несмотря на то, что, в отличие от сделки Red Arrow International Leasing, в рамках данной транзакции нет «true sale» лизинговых контрактов и соответствующего имущества, ее структура, выглядит достаточно интересно, а предлагаемая премия к МОЭСК может заинтересовать широкий круг инвесторов. Подробный комментарий см. на стр. 3.

- **Вкратце: Инфляция в России с 1 по 25 июня составила 0.6%** (Интерфакс со ссылкой на главу МЭРТ). Учитывая, что в июне прошлого года этот показатель был на уровне 0.3%, можно констатировать, что успехи по снижению инфляции, достигнутые в 1-м квартале, продолжают растрачиваться (-1.0пп за 6 мес. против -1.6пп за 1-й кв.). При прочих равных это создает предпосылки для дальнейшего укрепления Центробанком номинального курса рубля.

- **Вкратце: Стальная группа Мечел (NR) опубликовала неплохие результаты по МСФО за 2006 г.** В прошлом году компания добилась увеличения выручки и операционной рентабельности. Показатели долговой нагрузки по-прежнему находятся на очень консервативных уровнях («Чистый долг/ЕБИТДА» = 0.3x). Единственный более-менее ликвидный выпуск облигаций группы – Мечел-2 – торгуется с очень узким спрэдом к кривой ОФЗ (около 150бп), в т.ч. из-за вхождения в список А1. Мы не видим потенциала опережающего роста котировок в этом выпуске.

- **Вкратце: Газпром (А3/ВВВ) показал сильные результаты по МСФО за 2006 г.** Компания продемонстрировала рост выручки более чем в 1.5 раза (в рублях), а рентабельность по ЕБИТДА увеличилась с 41.8% до 44.4%. Объем чистой задолженности в течение 2006 г. практически не изменился, а показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» снизился с 1.4x до консервативного уровня 0.8x. Новости вряд ли приведут к существенным изменениям котировок облигаций Газпрома.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.11	+0.03	+0.23	+0.41
EMBI+ Spread, бп	165	-6	+13	-4
EMBI+ Russia Spread, бп	94	-4	+6	-2
Russia 30 Yield, %	6.07	0	+0.30	+0.42
ОФЗ 46018 Yield, %	6.45	0	+0.03	-0.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	499.9	+10.1	+49.5	-166.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	774.9	-78.9	-417.5	+660.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	131.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.04	-0.9	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.82	-0.01	-0.09	+0.14
Нефть (брент), USD/барр.	70.5	0	+2.4	+9.8
Индекс РТС	1894	+19	+156	-16

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

До окончания заседания ФРС рынок **US Treasuries** был достаточно спокоен и не очень активен. Вышедшая днем статистика не оказала, по большому счету, заметного влияния на котировки, спровоцировав лишь непродолжительный всплеск волатильности.

Опубликованный поздно вечером пресс-релиз **FOMC** был воспринят долговым рынком умеренно-негативно, доходность **10-летних нот** к закрытию торгов выросла до 5.11% (+3бп). Как и ожидалось, **FED RATE** была оставлена неизменной на уровне 5.25%. Рост экономики был охарактеризован чиновниками ФРС как «умеренный», тогда как в комментарии к майскому решению FOMC говорилось о его «замедлении». Также были осторожно отмечены успехи в сдерживании инфляции. Таким образом, принципиальных изменений в позиции ФРС не произошло – инфляционные риски по-прежнему вызывают у монетарных властей США наибольшие опасения.

Сегмент облигаций **Emerging Markets** вчера немного подрос, закрывшись до публикации решения по **FED RATE**. Спрэд **EMBI+** сузился до 165бп (-6бп).

Колебания цен российских еврооблигаций были вчера незначительны - котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.07%) остались около 110.00 п.п. Из-за роста доходностей **UST** спрэд сократился примерно до 97-98бп. В корпоративном секторе никто также не решился на активные действия, торговли практически не было. Обращает на себя внимание продолжающееся расширение спрэдов выпуска **TNEFT 14** (YTM 5.63%). Его спрэд к свопам сейчас составляет около 75бп, тогда как размещение проходило на уровне +55бп к свопам. Похоже, что инвесторы пересмотрели свои взгляды на Транснефть и не хотят переплачивать за якобы более высокое кредитное качество по сравнению с Газпромом. Тем не менее, с ценового уровня 96.00 выпуск **TNEFT 14** все же имеет шансы скорректироваться вверх, поэтому мы рекомендуем обратить на него внимание.

Свежих новостей с первичного рынка вчера не поступало. Сегодня в США выходят достаточно важные инфляционные данные (**PCE Core**).

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера на фоне налоговых платежей сумма корсчетов и депозитов банков в ЦБ сократилась еще почти на 70 млрд. руб. Правда, денежный рынок чувствует себя довольно уверенно – после «разморозки» большого объема депозитов и активных покупок валюты уполномоченным банком Роснефти у других участников рынка, ликвидность более равномерно распределилась по банковской системе, и ставки отступили до 2.5-3.0%, курс рубля к корзине держится на уровне 29.82 (т.е. примерно на 3-4 коп. выше «бида» ЦБ).

В рублевых облигациях вчера преобладали покупки. В секции госбумаг хорошим спросом пользовались длинные выпуски, но без ажиотажа – **ОФЗ 46017** (+9бп; YTM 6.33%), **ОФЗ 46018** (+12бп; YTM 6.43%), **ОФЗ 46020** (+5бп; YTM 6.79%).

В корпоративном секторе, конечно же, больше всего обращает на себя внимание выпуск **Северсталь-авто-1** (YTM 7.46%), чья цена после включения в А1 буквально взлетела на 0.9-1п.п. Также достаточно активно вчера покупали выпуски **РЖД-6** (+25бп; YTM 6.65%), **РЖД-7** (+27бп; YTM 6.87%), **ГидроОГК-1** (+20бп; YTM 7.18%), **ФСК-5** (+27бп; YTM 6.85%) и другие облигации первого эшелона. Кроме того, мы уже второй день подряд отмечаем активизацию торгов в выпусках второго эшелона, объемы заметно выросли – по итогам вчерашнего дня можно отметить **МОЭСК-1** (+9бп; YTM 7.81%) и **Мечел-2** (+14бп; YTP 7.32%).

Мы бы хотели обратить внимание на выпуск **Газпром-6** (YTM 6.27%), его доходность сейчас чуть выше, чем у более длинного **Газпром-4** (YTM 6.26%). Мы уже не раз видели аналогичную ситуацию, но каждый раз выпуски возвращаются в «справедливое» положение относительно друг друга.

Кроме того, потенциал снижения доходности, на наш взгляд, имеет **МосОбласть-6** (YTM 6.78%). Выпуск выглядит недооцененным относительно близкого по дюрации **Газпрома-8** (YTM 6.74%). Напомним, что буквально несколько дней назад похожая ситуация была в паре **МосОбласть-7** (YTM 7.02%) – **Газпром-9** (YTM 7.04%), где произошла компрессия спреда.

Первичных размещений ни вчера, ни сегодня не будет (аукцион по ОГК-2 был перенесен на 5 июля). Сегодня последний рабочий день месяца, поэтому, вероятно, активность торгов будет довольно высокой, с преобладанием нерыночных сделок типа «sell/buy».

Секьюритизация лизинговых контрактов с МОЭСК: комментарий к сделке

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

В настоящее время проводится маркетинг сделки по секьюритизации лизинговых контрактов с Московской объединенной электросетевой компанией (МОЭСК, нет рейтинга). Предполагаемый объем сделки – 8.8 млрд., дюрация – чуть более 2-х лет. Большую часть выпуска (до USD200 млн.) может оставить себе организатор – Банк Москвы. Облигации будут выпущены по английскому праву («рублевые еврооблигации») без рейтинга и листинга. Обозначенный ориентир по доходности – около 9.0%, т.е. около 120bp премии к более длинным по дюрации рублевым облигациям МОЭСК.

На первый взгляд сделка очень напоминает транзакцию Red Arrow International Leasing (RAIL), осуществленную в начале 2006 г. Напомним, что там тоже шла речь о секьюритизации лизинговых контрактов с одним из самых сильных российских корпоративных заемщиков – компанией РЖД (A3/BBB+). Сейчас выпуск RAIL торгуется на уровне 7.4%, т.е. с премией в размере около 70bp к кривой доходности РЖД.

Вместе с тем, между предлагаемой сделкой с лизингом МОЭСК и схемой RAIL есть несколько принципиальных отличий. Очевидными достоинствами RAIL по сравнению с предлагаемой сделкой является наличие у сделки кредитного рейтинга (Baa2 от Moody's по старшему траншу объемом более 12 млрд. руб.), а также то, что лизинговые платежи в RAIL полностью «изолированы» от риска банкротства лизинговых компаний-ориджинаторов контрактов, т.к. и контракты, и имущество были полностью переуступлены SPV (non-recourse true sale).

В сделке с МОЭСК и лизинговые контракты, и соответствующие активы остаются на балансе лизинговой компании (некая «Бизнес Альянс»). Лизинговые платежи переуступаются SPV через соответствующий договор по английскому праву, а на имущество оформляется договор залога в пользу SPV по российскому праву.

Таким образом, в случае банкротства лизинговой компании, у SPV, теоретически, нет полной гарантии беспрепятственного получения потоков лизинговых платежей. Насколько мы понимаем, проблемы могут возникнуть в случае, если временной остановки платежей от лизинговой компании в пользу SPV (или перенаправления их напрямую от МОЭСК к SPV) потребует конкурсный управляющий или кто-то из других кредиторов компании. Кроме того, «узким местом» в случае банкротства может стать процедура востребования заложенного имущества и его продажи. Еще один момент – по российскому праву, требования обеспеченного кредитора субординированы по отношению к требованиям кредиторов 1-й и 2-й очереди. Правда, мы не считаем, что перечисленные проблемы непременно возникнут.

Кроме того, вероятность дефолта лизинговой компании не кажется нам невысокой. Несмотря на то, что она слабо капитализирована и создана совсем недавно, «против» дефолта говорят такие аргументы, как наложение ограничений на новые заимствования лизинговой компании, репутационная важность сделки

для организатора, а также предполагаемая нами аффилированность акционеров лизинговой компании с РАО ЕЭС или московским правительством.

В связи с вышеизложенным, некоторая «неидеальность» структуры секьюритизации по сравнению со сделкой RAIL, на наш взгляд, вряд ли стоит больше, чем 50-75bp дополнительной премии. Поэтому уровень доходности в 9.0-9.25% (120-155bp к выпуску МОЭСК) кажется нам достаточно интересным. По нашим ощущениям, на сделку с интересом смотрит достаточно большое количество российских и иностранных инвесторов.



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

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtova@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.