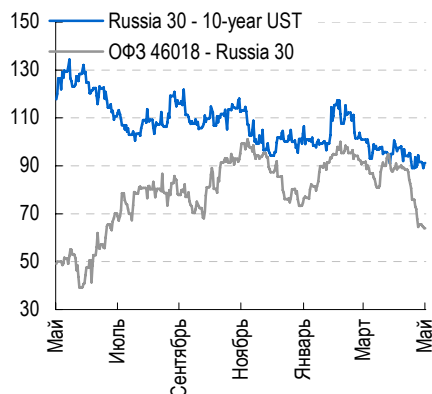


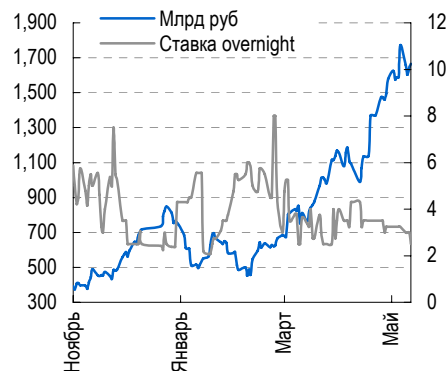
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 31 мая 2007 г.

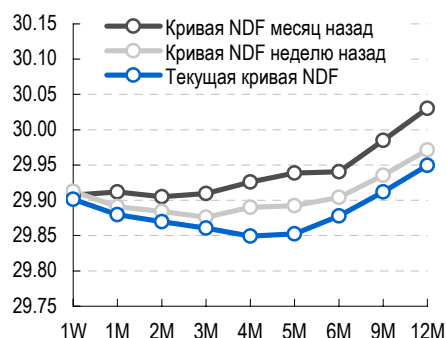
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

31 мая	Публикация Core PCE QoQ
1 июня	Публикация Nonfarm Payrolls
1 июня	Публикация Core PCE MoM
1 июня	Размещение еврообл. ЛУКОЙЛ
5 июня	Размещение руб.обл. Рубеж Плюс-1
5 июня	Размещение руб.обл. Махеев-1
7 июня	Размещение руб.обл. РЕСО Лизинг-1
7 июня	Размещение руб.обл. Банк Спурт-2

Рынок еврооблигаций

- UST волатильны. Price talk по 15-летнему траншу ЛУКОЙЛа интересен (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Все больше инвесторов неагрессивно фиксируют прибыль. Мы обращаем внимание на выпуск **Русский Стандарт-8**, выходящий сегодня на вторичные торги. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Вкратце: **Казаньоргсинтез (NR/B-B)** опубликовал результаты за 2006 г. по МСФО, а также достиг окончательной договоренности с Газпромом о возобновлении поставок этана с 1 июня (Интерфакс). Что касается результатов КОСа, то они выглядят достаточно прилично. Консолидированная выручка компании по итогам 2006 г. выросла до 15.4 млрд. руб. (+16%), значительно улучшились показатели операционной рентабельности. Несмотря на размещение в октябре 2006 г. еврооблигаций на USD200 млн., по итогам 2-го полугодия объем долга вырос незначительно – с 10.6 млрд. до 11.9 млрд. руб., т.е. большая часть привлеченных средств была направлена на рефинансирование. Показатель Долг/EBITDA по итогам 2006 г. составил около 3х. Напомним, что, по условиям выпуска еврооблигаций, этот показатель ограничен уровнем в 4х. В наших комментариях от 16 мая мы уже рассуждали о сильных результатах компании по итогам 1-го квартала 2007 г. (рост выручки на 43% и утроение операционной прибыли). Учитывая, что КОСу удалось разрешить конфликт с Газпромом (предположительно, улучшив условия контрактов на поставку сырья), можно надеяться на сохранение позитивной динамики результатов в течение всего 2007 г. Важным вопросом остается способность КОСа соизмерить свои инвестиционные аппетиты с принятыми на себя ограничениями по долговой нагрузке. С другой стороны, upside для кредиторов возможен в случае перехода контроля над КОСом к Газпрому (это пока не более чем гипотеза). Мы ожидаем, что начавшиеся вчера покупки в **KZOSRU 11** (8.89%) продолжатся сегодня.

- Вкратце: **Оператор наружной рекламы, компания Gallery Group (Caa1/B-),** опубликовала результаты за 1-й квартал. Достаточно странным выглядит снижение операционной рентабельности (Adj. EBITDA margin 22.7% против 24.4% в 2006 г.) с учетом роста цен на рекламу, а также того, что при экспансии компании за счет поглощений следовало бы ожидать значительной экономии на масштабе. Как нам пояснили в компании, эффект от интеграции с Westia Media (крупнейшая сделка Gallery; закрыта в конце 2006 г.) будет виден лишь начиная со 2-го квартала. По итогам 1-го квартала соотношение Долг/Adjusted pro forma EBITDA выросло до 6.2х против 5.1х по итогам 2006 г. Выпуск еврооблигаций GALCAP 13 торгуется сейчас около 98.0 (10.6%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.87	-0.01	+0.25	+0.17
EMBI+ Spread, бп	155	+2	-9	-14
EMBI+ Russia Spread, бп	87	-1	-12	-9
Russia 30 Yield, %	5.78	0	+0.15	+0.13
ОФЗ 46018 Yield, %	6.42	0	-0.10	-0.10
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	454.4	+4.0	+2.6	-211.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1210.1	+17.7	+594.4	+1095.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	82.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.25	-0.08	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	67.8	-0.3	+0.1	+7.1
Индекс РТС	1725	-13	-211	-185

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В первой половине вчерашнего дня доходность **10-летних UST** заметно снизилась из-за падения китайского фондового рынка. Однако затем была опубликована стенограмма майского заседания **FOMC**, из которой следовало, что инфляция по-прежнему рассматривается чиновниками ФРС в качестве основного риска. В итоге доходность **UST10** вернулась на прежние позиции (4.87%; -16п).

Доходности индикативных выпусков в сегменте **Emerging Markets** вчера почти не изменились. Спрэд **EMBI+** слегка расширился (1556п).

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.78%) весь день простояли на уровне 112 1/4 – 112 1/2 (UST+926п). В корпоративном сегменте появился интерес к выпуску **KZOSRU 11** (см. комментарии на стр.1).

На первичном рынке стали известны уточненные ориентиры доходностей по двум траншам еврооблигаций **ЛУКОЙЛа** (Baa2/BBB-/BBB-): доходность 10-летнего выпуска прогнозируется на уровне UST+145-1556п (MS+90-1006п), 15-летнего – UST+180-1856п (MS+135-1406п). Близкие по дюрации выпуски Газпрома (**GAZPRU 16** и **GAZPRU 22**) торгуются со спредами к свопам около 756п. Таким образом, исходя из ориентиров, спрэд выпусков ЛУКОЙЛа к кривой Газпрома составляет 20-256п в 10-летнем транше и 60-656п – в 15-летнем. Стоит отметить, что рублевые выпуски ЛУКОЙЛа исторически торгуются со спрэдом в 10-156п к кривой доходности облигаций Газпрома. Следует также учитывать фактор «редкости» риска ЛУКОЙЛа на рынке еврооблигаций – ведь это, по сути, первые классические выпуски ЛУКОЙЛа в USD (в то время как предложение от Газпрома поступает регулярно). В связи с этим мы рекомендуем участвовать в 15-летнем транше, даже если ориентиры по доходности будут чуть снижены.

Вчера также были объявлены детали выпуска CLN **СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа** (3-года, 2-летняя оферта, квартальные колл-опционы выше номинала, роад-шоу с 6 по 13 июня) и ориентиры по купону **Астана-Финанс** (Ba1/BB+). Доходность номинированного в евро трехлетнего выпуска составит MS+337-350 бп, что выглядит вполне справедливо – долларový выпуск Астана-Финанс с погашением через 4 года торгуется сейчас на уровне MS+3656п. Завершение роад-шоу запланировано на сегодня.

Рынок рублевых облигаций

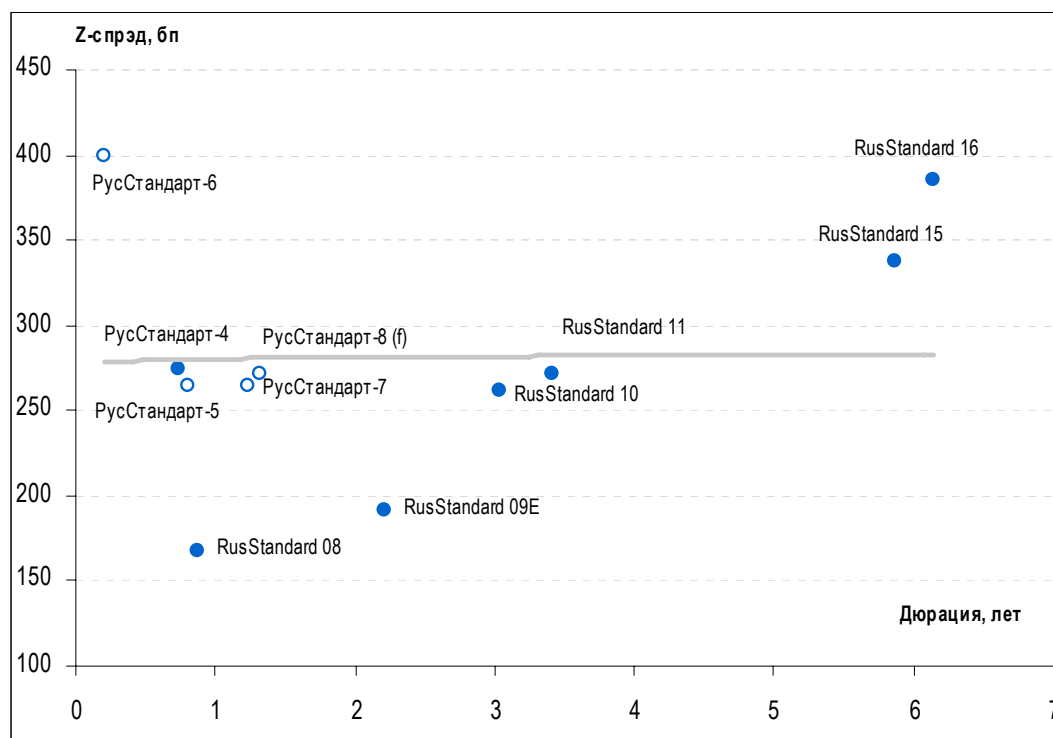
Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

Вчера мы отметили увеличение числа участников рынка, неагрессивно фиксирующих прибыль в рублевых облигациях. Отчасти инвесторов смущают рекордно высокие ценовые уровни, иногда речь идет о покрытии убытков, полученных на российском рынке акций. Вместе с тем, избыточная ликвидность продолжает удерживать рублевые облигации от существенного снижения котировок. Вчера также было достаточно много характерных для конца месяца сделок “sell/buy”.

Средне- и долгосрочные выпуски ОФЗ вчера потеряли в цене 5-156п. В корпоративном сегменте были продажи в выпусках **МосОбласть-6** (-86п; YTM 6.73%), **ФСК-4** (-56п; YTM 7.21%), **Газпром-9** (-56п; YTM 7.07%). Выпуски РЖД, напротив, пользовались спросом – **РЖД-5** (+56п; YTM 6.33%), **РЖД-7** (+56п; YTM 6.97%). Мы бы хотели обратить внимание, что в середине июня должны быть погашены облигации **РЖД-4** (YTM 6.13%) на 10 млрд. рублей – это разгрузит лимиты инвесторов и может оказать техническую поддержку остальным выпускам.

В ходе конкурса ставка купона по облигациям **Металлсервис-1** была установлена в размере 10.50% (YTP 10.78%). Это соответствует нашей оценке справедливой доходности выпуска (10.25-10.75%, см. вчерашний комментарий). Спрос на облигации **ДельтаКредит-2** с плавающей процентной ставкой превысил предложение почти в 3 раза. В результате доходность сложилась на уровне 5.20%, или 3-месячный MosPRIME+406п (купон 5.10%). Таким образом, размещение прошло без какой-либо компенсации за верхнее ограничение купонов (см. вчерашний комментарий).

Сегодня на вторичные торги выходит ряд выпусков: **РусСтандарт-8** (УТР 8.09%), **Банк Восточный Экспресс-1** (УТР 10.52%), **Мосмарт-1** (УТР 11.27%) и **ЮЛК Финанс-1** (УТР 14.73%). На наш взгляд, наибольший интерес представляет выпуск РусСтандарт-8 – его Z-спред к свопам сейчас примерно на 10bp шире, чем у остальных выпусков банка. В целом, с точки зрения спредов к свопам, рублевые облигации банка смотрятся несколько недооцененными относительно его еврооблигационных выпусков (см. график).





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
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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.