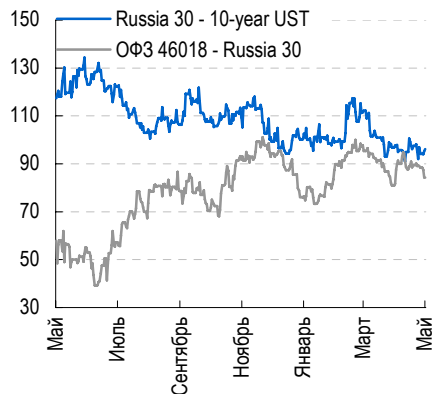
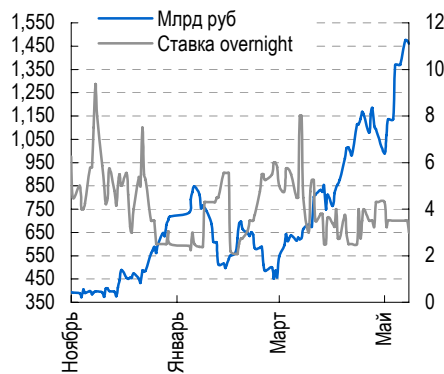


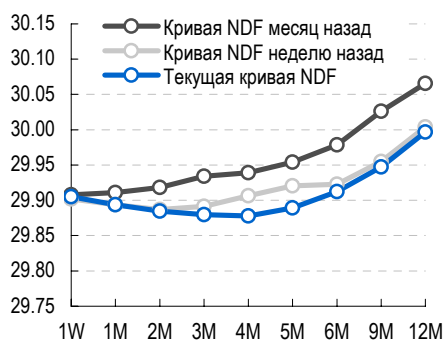
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

16 мая	Размещение руб.обл. РусфинансБанк-3
17 мая	Размещение руб.обл. Челябинэнерго-1
17 мая	Размещение руб.обл. ЮГК ТГК-8-1
17 мая	Размещение руб.обл. Мособлгаз-1
17 мая	Индекс ведущих индикаторов в США
21 мая	Выплата НДС
22 мая	Размещение руб.обл. Сэтл Групп-1
23 мая	Размещение руб.обл. Объед.Кондитеры-1

### Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** вчера остались на месте, несмотря на то, что CPI оказался ниже ожиданий. (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- О сегодняшних аукционах по облигациям **Русфинанс Банка** и **ОФЗ 46021**. (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- ЮГК ТГК-8 (NR): Комментарий к завтрашнему размещению.** Ориентиры организаторов на уровне 8.10-8.25%, на наш взгляд, адекватны кредитному профилю компании. Если выпуск разместится в указанном коридоре, облигации сохраняют потенциал сужения спрэдов, который будет реализован при успешном размещении компанией допэмиссии акций (стр.3).

- Вкратце: Казаньоргсинтез (NR/B-V) продемонстрировал сильные результаты по РСБУ за 1-й квартал.** Выручка за январь-март 2007 г. составила 5.5 млрд. руб., увеличившись на 43% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Операционная прибыль возросла более чем в 3 раза. С одной стороны, результаты отражают удачную конъюнктуру цен на полиэтилен в этот период, с другой стороны – тот факт, что большую часть 1-го квартала КОС получал сырье от компаний группы Газпром. Напомним, что в марте Газпром прекратил поставки этана и бутана на КОС из-за отказа последнего работать по давальческой схеме. Это «совпало» с плановыми капремонтами части мощностей на КОСе. Остальные мощности работают на сырье, поставляемое с Татнефти и Нижнекамскнефтехима. Мы полагаем, что КОС и Газпром сумеют договориться, и к осени КОС выйдет на полную мощность. Одним из сценариев может быть даже переход КОСа под контроль Газпрома. В случае, если конфликт не удастся уладить, вероятно ухудшение финансовых результатов КОСа. В принципе у компании очень небольшой запас в рамках установленной по условиям эмиссии еврооблигаций ковенанты: Долг/EBITDA < 4.0. Выпуск KZOSRU 11 сейчас торгуется на уровне 8.80% (NKNCRU+80бп). Этот уровень кажется нам справедливыми.

- Вкратце: ФАС может одобрить СП Газпрома (АЗ/ВВВ/ВВВ-) и СУЭКа (NR) только в случае, если правительство примет соответствующее решение.** Собственное отношение ФАС к сделке остается негативным (Источник: Интерфакс). Мы полагаем, что текущие уровни котировок SUEK 08 (7.20%; 140-150бп к кривой Газпрома) адекватно отражают уровень неопределенности в отношении перехода СУЭКа под контроль газовой монополии.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.70	0	-0.06	0
EMBI+ Spread, бп	160	-3	0	-9
EMBI+ Russia Spread, бп	94	+1	-2	-2
Russia 30 Yield, %	5.66	+0.02	-0.07	+0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	-0.01	-0.04	-0.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	450.3	+5.4	+53.6	-215.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1010	-18.4	+291.9	+895.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	117.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.4	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.01	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	68.1	+1.3	+0.8	+7.4
Индекс РТС	1826	-25	-182	-84

## Рынок еврооблигаций

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

Вчерашняя публикация индекса **CPI** (ниже ожиданий), а также комментарии двух членов ФРС, отметивших смешанный характер поступающих экономических данных, спровоцировали внутрисуточную волатильность US Treasuries. Доходность **10-летних нот** колебалась в коридоре 4.67-4.72%, вернувшись по итогам дня к уровню открытия (4.70%). Сегодня в США выходит статистика по рынку жилья и промышленному производству за апрель.

Долговой рынок **Emerging Markets** вчера выглядел неплохо. **Спрэд EMBI+** сократился на 36п до 1606п. Просевшие в последнее время облигации Венесуэлы **VENZ 34** (YTM 7.60%) прибавили в цене 1/8.

Котировки выпуска **RUSSIA 30** (YTM 5.66%) по итогам дня снизились примерно на 1/8 до 113 7/16, а спрэд к **UST10** чуть расширился (95-976п). В корпоративном сегменте мы отметили продажи в выпусках **GAZPRU 22** (-1/8; YTM 6.17%), **EVRAZ 15** (-1/8; YTM 7.49%), **CHMFRU 14** (-1/8; YTM 7.19%) и **RASPAD 12** (-1/8; 7.40%).

Вчера стали известны некоторые параметры дебютных еврооблигаций **НБ Траст** (B1/B-). Ожидается, что объем выпуска составит USD 150-200 млн., срок – 3-5 лет. Ориентиры по купону пока не сообщаются.

## Рынок рублевых облигаций

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

Обороты в сегменте ОФЗ вчера были незначительными, как впрочем, и ценовые изменения. При видимой сбалансированности рынка мы отмечаем все большее количество желающих зафиксировать прибыль на текущих уровнях. В облигациях первого эшелона тенденция фиксации прибыли вчера прослеживалась более четко (это совпадает с нашими рекомендациями в данном сегменте, см. обзор от 13 мая). В частности, мы видели продажи в выпусках **Газпром-9** (YTM 7.12%), **Газпром-8** (YTM 6.93%), **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.27%), **Москва-39** (YTM 6.49%), **МосОбласть-6** (YTM 6.89%), **РСХБ-3** (YTP 7.25%).

Бумаги, включенные вчера в список А1, заметно выросли в цене. Речь в первую очередь идет о выпусках **ПАВА-2** (+1.5п.п.; YTM 10.52%), **ТМК-2** (+506п; YTM 7.15%) и **ТМК-3** (+156п; YTP 7.18%).

Главным аутсайдером дня ожидаемо стал выпуск **РуссНефть-1** (YTP 29.49%), котировки которого снизились до 78-80% от номинала. Правда, объем торгов был смехотворно мал и составил лишь около 20 млн. руб.

Сегодня Минфин проведет доразмещение **ОФЗ 46021** (YTM 6.47%) на 15 млрд. рублей. Интересно, что в последние дни выпуск пользуется заметным спросом, вот и вчера на него пришлась примерно треть торгового оборота в сегменте ОФЗ. Учитывая текущую «переликвидность», мы полагаем, что доразмещение пройдет с минимальной премией (1-26п) ко вторичному рынку, либо и вовсе без нее. Участвовать в аукционе без премии, на наш взгляд, смысла нет – доходность выпуска находится на историческом минимуме.

На сегодня также намечено размещение выпуска **Русфинанс Банк-3** (4 млрд. рублей, погашение через 2 года без оферт). У банка в обращении уже находятся 3 выпуска (1-й, 2-й и 4-й серий). Наиболее ликвидный из них – Русфинанс Банк-4 – торгуется на уровне **CSS/NDF + 1756п**. Мы считаем, что справедливый уровень доходности нового выпуска составляет **7.45-7.55%** (**CSS/NDF + (165-1756п)**).

## ЮГК ТГК-8 (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа Южной генерирующей компании ТГК-8 объемом 3.5 млрд. руб., сроком погашения через 5 лет и 2-летней офертой.

Деятельность ТГК-8 - энергогенерирующей компании, созданной в результате реформы РАО ЕЭС, сосредоточена на юге России и охватывает 6 субъектов РФ: Астраханскую, Волгоградскую, Ростовскую области, Краснодарский и Ставропольский края и Республику Дагестан. Суммарный объем установленной электрической мощности составляет 3.6 ГВт. В структуре генерирующих мощностей компании преобладают тепловые станции (порядка 92%). В топливном балансе доминирует природный газ (98%). В июне 2006 года компания перешла на единую акцию, при этом окончательное ее реформирование будет завершено в июне 2007 года с присоединением ОАО «Кубанская генерирующая компания». В настоящий момент основным акционером ЮГК ТГК-8 является РАО ЕЭС (50.01% акций). Второй по значимости акционер - ЗАО «Промрегион Холдинг» (стратегический партнер НК ЛУКойл по проектам в области энергетики) - 16.28%.

На наш взгляд, с точки зрения фундаментальных кредитных характеристик, ТГК-8 – наиболее слабый эмитент среди генерирующих компаний, представленных в настоящий момент на рынке облигаций. В пользу этого говорит сравнительно более низкая операционная рентабельность компании, которая отражает качество операционных активов и режим тарифного регулирования (см. табл.).

Равно как и все остальные генерирующие компании, ТГК-8 имеет достаточно значительные инвестиционные аппетиты, связанные с необходимостью модернизации станций и строительства новых мощностей. Общий объем инвестиций на ближайшие 4 года запланирован на уровне 35 млрд. руб. При этом основным источником финансирования должна стать допэмиссия акций (21-24 млрд. руб.), которая предположительно будет проведена осенью 2007 г. в пользу стратегического инвестора («Промрегион Холдинг»).

Учитывая высокий интерес к акциям российских электроэнергетических компаний, мы считаем, что у ТГК-8 не должно возникнуть проблем с продажей новых акций. Тем не менее, учитывая важность этой сделки для кредитного профиля компании, мы полагаем, что до нее долговые обязательства компании должны торговаться с премией в 50-70bp к кривой доходности облигаций «сильных» генкомпаний.

Ориентиры организаторов выпуска ТГК-8 (УТМ 8.10-8.25% к 2-летней оферте) предполагают премию на уровне 40-55bp к чуть более длинному выпуску ОГК-5 (Ва3) и кажутся нам вполне адекватными. В случае размещения в указанном коридоре облигации ТГК-8 сохранят потенциал сужения спреда, который будет реализован при успешном проведении компанией допэмиссии акций.

### Ключевые финансовые показатели ЮГК ТГК-8 и других генерирующих компаний, РСБУ

млн. руб.	2005г.	2006г.	2007П	2006О ТГК-6	2006 ТГК-1	2006 МСФО Мосэнерго
Выручка	4 504	14 556	16 630	16 115	20 503	67 243
ЕБИТДА	н.д.	345*	902	600	2 002	16 867
Чистая прибыль	4	41	139	(544)	598	8 596
Долг	665	3 494	4 600	2 340	6 407	21 018
Собственный капитал	14	11 049	н.д.	-	29 956	75 958
<b>Ключевые показатели</b>						
Рентабельность ЕБИТДА	н.д.	2.4%	5.4%	3.7%	9.8%	25%
Рентабельность по чистой прибыли	0.1%	0.3%	0.8%	-	2.9%	12.8%
Долг/ЕБИТДА	н.д.	10.1	5.1	3.9	3.2	1.2

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка;

\* - С учетом амортизации генерирующих компаний, присоединившихся к ЮГК ТГК-8 1.06.06



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.