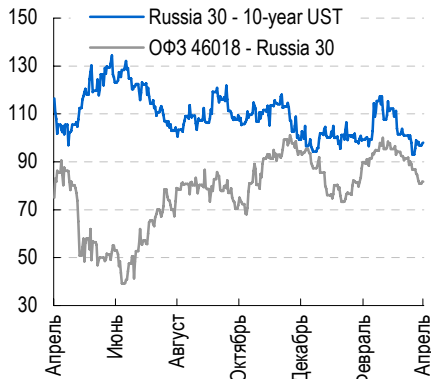


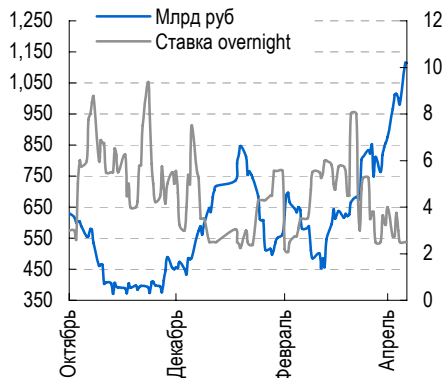
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 17 апреля 2007 г.

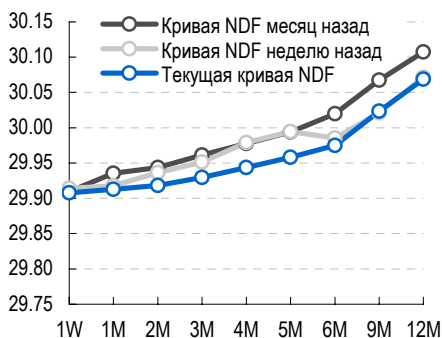
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

17 апр	Размещение руб.обл. АИЖК Алтай-1
17 апр	Размещение руб.обл. Юниаструм Банк-1
19 апр	Размещение руб.обл. Жилсоципотека-2
19 апр	Размещение руб.обл. Заводы Гросс-1
19 апр	Размещение руб.обл. Уфаойл-ОПТАН-1
20 апр	Выплата НДС
20 апр	Размещение руб.обл. ТопПром-1
27 апр	Выплата акцизов, НДСПИ

### Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снизились на смешанной статистике. Первичный рынок: **Татфондбанк** против **Газбанка** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Рост котировок приостанавливается, внимание во 2-3 эшелоне смещается на первичный рынок (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Жилсоципотека (NR): комментарий к размещению (стр. 3)**
- Ленэнерго (NR): допэмиссия акций может задержаться (стр. 4)**
- Вкратце: Компания РТМ, девелоперское подразделение Холдинга Марта (NR), объявила о получении кредитных линий на общую сумму около 7 млрд. руб. Речь идет о долгосрочных кредитах со ставками 11-14% под девелоперские проекты (Источник: RBCDaily). Мы не уверены в том, насколько свободно РТМ может распоряжаться привлекаемыми средствами. Так или иначе, мы считаем, что эти новости свидетельствуют о сохранении Мартой способности привлекать долговое финансирование. Мы продолжаем считать, что с высокой вероятностью холдинг выполнит свои обязательства в рамках июньской оферты по выпуску облигаций Марта-Финанс-2 (32.8%). Мы считаем привлекательными 1-й и 3-й выпуски Марты. Более подробно см. наши комментарии в спецвыпуске от 12 апр.**
- Вкратце: Президент Путин подписал указ об объединении Транснефти (A2/BBB+) и Транснефтепродукта (B+) посредством обмена акциями (Источник: Рейтер). На наш взгляд, эта сделка окажет позитивное влияние на кредитный профиль обеих компаний. Тем не менее, выпуск TNEFT 14 (5.84%) не имеет потенциала сужения спрэдов, т.к. торгуется с минимальной премией к суверенной кривой (156п к Russia 30; в момент размещения премия составляла 2-36п).**
- Вкратце: Глава МЭРТ Г.Греф сообщил, что инфляция в России за первые 9 дней апреля составила 0.2%. (Источник: Рейтер). Эти данные в целом соответствуют динамике цен в апреле прошлого года (0.4% за весь месяц). Пока кажется, что правительство и ЦБ могут уложиться в целевой показатель 8% и без номинального укрепления рубля.**
- Вкратце: Киевстар (Ba3/BB-) предложил держателям своих еврооблигаций OKST 09 (6.65%; ASW+150) и OKST 12 (6.84%; ASW+165) проголосовать за изменение ковенантов, устанавливающей требование о своевременной публикации компанией отчетности. Инвесторам предложена компенсация в 256п по цене. Выпуски торгуются сильно выше номинала, поэтому инвесторы, скорее всего, согласятся с предложением Киевстара.**

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.74	-0.02	+0.20	+0.04
EMBI+ Spread, бп	160	0	-22	-9
EMBI+ Russia Spread, бп	97	+1	-12	+1
Russia 30 Yield, %	5.71	-0.02	+0.04	+0.06
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	-0.01	-0.09	+0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	402.7	+6.0	-189.9	-263.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	711.4	-6.7	+638.8	+596.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	0	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.08	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	0	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	67.3	-1.7	+7.0	+6.6
Индекс РТС	2008	+6	+187	+98

## Рынок еврооблигаций

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

Опубликованная вчера статистика по экономике США носила смешанный характер. Однако инвесторы предпочли обратить внимание на данные по рынку жилья и индексу Empire Manufacturing, которые выглядели достаточно слабо. Доходность **10-летних UST** опустилась вчера на 3бп до 4.73%.

Облигации **Emerging Markets** следуют за американским рынком. Спрэд **EMBI+** неизменен – 160бп. Котировки **Russia 30** (YTM 5.71%) вчера находились около привычной отметки в 113.00. Спрэд к UST постепенно сужается – сейчас он составляет 96-97бп.

На первичном рынке с 9.50% до 9.75% был повышен price-talk по выпуску CLN **Газбанка** (B2, оферта через 2 года). На этом же уровне позиционируются сейчас 3-летние еврооблигации **Татфондбанка** (B3). Из двух банковских «историй» нам больше нравится Татфондбанк, который теоретически может рассчитывать на поддержку региональных властей. Появились новости о скором выпуске евробондов **Транскапиталбанка** (B1).

Сегодня в США публикуются важные данные по инфляции за март. Активность в первой половине дня, скорее всего, будет низкой.

## Рынок рублевых облигаций

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

Активность на вторичном рынке вчера была невысокой. В сегменте госбумаг котировки большинства выпусков ОФЗ прибавили около 5бп, при этом объем торгов составил всего около 390 млн. рублей. Растить дальше рынку госбумаг, на наш взгляд, уже сложно. Выпуск ОФЗ 46018 (6.53%) вплотную приблизился к психологической границе в 6.50%, преодолеть которую ему вряд ли по силам (см. наш специальный обзор по ОФЗ и выпускам первого эшелона от конца ноября).

В корпоративном сегменте котировки вчера прибавили еще примерно 10бп. Основная торговая активность пришлась на выпуски 1-го эшелона. На общем фоне выделялся выпуск **Москва-44** (-10бп; YTM 6.57%), снижение цены которого, вероятно, связано с фиксацией прибыли крупным инвестором. Заметным спросом пользовались вернувшиеся «с купона» облигации **АИЖК-7** (YTM 7.52%), его котировки выросли до 102.10. Снижение объемов вторичных торгов во 2-3 эшелоне мы объясняем смещением внимания на первичный рынок, где проходит много новых размещений.

Из намеченных на сегодня аукционов мы выделяем маленький выпуск **АИЖК Республики Алтай** (300 млн.). Для пассивных (buy&hold) инвесторов это размещение должно быть интересным – облигации с гарантией со стороны регионального правительства позиционируются с доходностью 11.50%. Комментарии к размещению облигаций **Юниаструм Банка** см. в нашем вчерашнем выпуске.

## Жилсоципотека (NR): комментарий к размещению

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

В четверг состоится размещение второго облигационного займа ООО «Жилсоципотека Финанс» объемом 1.5 млрд. руб. с годовой офертой. Поручителем по выпуску выступает некоммерческая организация «Фонд Жилищная Социальная Ипотека» (далее – Жилсоципотека).

Жилсоципотека, по сути, представляет собой девелоперскую компанию, обслуживающую в основном интересы ОАО «РЖД» (А3/BBB-/BBB+) – единственного учредителя Фонда. Жилсоципотека выступает в качестве инвестора или заказчика строительства жилья и реализует его в первую очередь сотрудникам монополии по себестоимости в рамках социальных программ РЖД, иногда предоставляя покупателям долгосрочное финансирование (эта практика сокращается в связи с доступностью ипотечных кредитов в банках). Помимо «социального» направления, Фонд реализует и чисто коммерческие проекты.

На наш взгляд, для целей кредитного анализа Жилсоципотеку следует рассматривать прежде всего не как девелопера, а как важную «дочку» РЖД, выполняющую социальные функции и пользующуюся серьезной поддержкой со стороны своего учредителя. Основной формой поддержки Фонда со стороны РЖД в настоящее время являются долгосрочные 16-летние кредиты (процентная ставка 0-5%). Общий объем таких кредитов на 1 октября 2006 г. составлял около 1.4 млрд. руб. или примерно 45% от валюты баланса. На наш взгляд, эти кредиты можно смело рассматривать как equity-like debt, т.е. скорее как собственный капитал, чем финансовый долг. РЖД подтверждает готовность поддержать Жилсоципотеку и в рамках «комфортного письма», которое, насколько мы понимаем, прилагается к новому выпуску облигаций.

Мы уверены в высокой вероятности поддержки Фонда со стороны РЖД в стресс-сценарии. В противном случае, репутация транспортной компании серьезно пострадает, а публичный дефолт «социально важной дочки» несомненно приведет к определенным кадровым изменениям в руководстве РЖД. На наш взгляд, с точки зрения кредитного риска, Жилсоципотека очень похожа на «ипотечные» или «инфраструктурные» проекты региональных органов власти (МИА, МОИА, МОИТК, Мособлгаз, проч.). По нашему мнению, справедливый спред облигаций Жилсоципотеки к кривой доходности РЖД составляет не более 250-300бп, т.е. речь должна идти о доходности на уровне 9%. Насколько мы понимаем, организаторы позиционируют выпуск с доходностью около 11.00-11.50%, поэтому мы рекомендуем инвесторам поучаствовать в интересном размещении.

Ключевые финансовые показатели НКО «Фонд Жилищная социальная ипотека», РСБУ			
Млн. руб.	2004	2005	9М2006
Выручка	69	122	927
Операционная прибыль	60	107	194
Чистая прибыль	48	82	92
Финансовый долг	1 124	1 449	2 615
Собственный капитал	127	187	279
Активы	1 255	1 640	3 179
<b>Ключевые показатели</b>			
Операционная рентабельность (%)	87%	88%	21%
Рентабельность чистой прибыли (%)	70%	67%	10%
Финансовый долг/Операционная прибыль (x)	18.7	13.5	10.1
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	8.9	7.7	9.4

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

## Ленэнерго (NR): допэмиссия акций может задержаться

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

В материалах к 3-му выпуску облигаций Ленэнерго изложено представление компании и/или организаторов выпуска о возможной структуре сделки по допэмиссии акций в пользу администрации Санкт-Петербурга.

Предполагается, что допэмиссия будет осуществлена в 4-м квартале 2007 г. В результате Санкт-Петербург станет владельцем 25%+1 акции компании, доля РАО ЕЭС совместно ФСК ЕЭС составит 50% + 1 акция, а доля Fortum Power and Heat Oy снизится с 35.45% до 23.66%. При этом, из общей суммы допэмиссии в объеме 9 млрд. руб. лишь часть будет оплачена денежными средствами.

Насколько мы понимаем, такой вариант сделки может не понравиться миноритарным акционерам, и в первую очередь финской Fortum, при этом на поиск компромисса может уйти несколько месяцев. В то же время, инвестиционные аппетиты Ленэнерго пока остаются в силе. С учетом допэмиссии компания планирует привлечь для финансирования капвложений около 6 млрд. руб. в 2007 г. и 27 млрд. – в 2008 г. В случае задержки с допэмиссией объем заемного финансирования в этом году может возрасти до 10 млрд., а показатель Долг/ЕБИТДА на конец 2007 г., вероятно, превысит 3.0x (1.5x на конец 2006 г.). Это, безусловно, не настолько критично в случае, когда речь идет о стратегически важной для крупного города инфраструктурной монополии, но, тем не менее, может служить еще одним аргументом в пользу фиксации прибыли во 2-м выпуске Ленэнерго (8.12%), продемонстрировавшем за последние недели впечатляющий рост котировок.



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**

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.