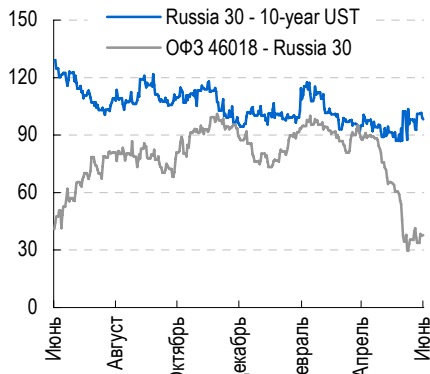
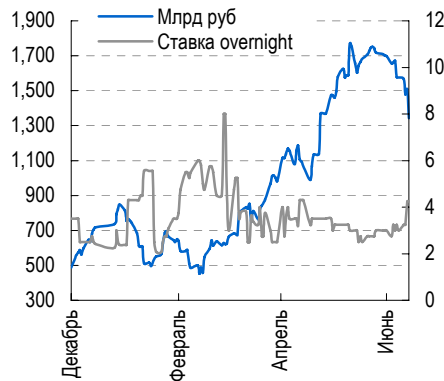


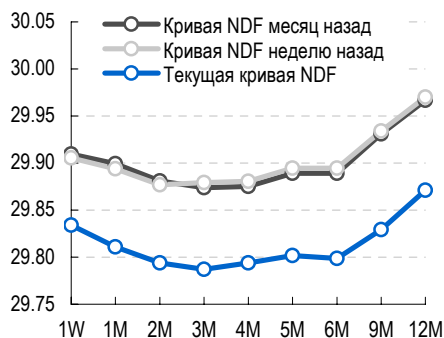
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

| | |
|---------|----------------------------------|
| 28 июня | Статистика по ВВП США за 1-й кв. |
| 28 июня | Заседание ФРС по ставке |
| 28 июня | Налог на прибыль |
| 29 июня | Дефлятор ВВП в США |
| 29 июня | Размещение руб.обл. ОГК-2 |
| 2 июля | Индекс ISM Manufacturing |
| 3 июля | Размещение руб.обл. ЯрОбл-8 |
| 10 июля | Размещение руб.обл. X5-Финанс |

Рынок еврооблигаций

- **В UST** волатильность. **Ситроникс** выкупил выпуск SITFIN 09. Новости первичного рынка – **Межпромбанк, Техносила, Транскапиталбанк, Банк Кедр** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- ЮКОС начал платить по долгам, повлияв на денежный и валютный рынки. Обращаем внимание на **Абсолют-2, Северсталь-Авто-1, Самар.обл.-2**. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Вкратце: Розничная сеть X5 (B1/BB-)** объявила о привлечении синдицированного кредита на USD1 млрд. сроком на 1 год. Средства будут использованы в основном на рефинансирование другого кредита, объемом USD800 млн., привлеченного в начале 2006 г. для сделки по слиянию Пятерочки и Перекрестка. В связи с этой новостью мы бы хотели отметить два момента. Во-первых, ранее X5 заявляла о планах рефинансировать 800-миллионный кредит (по всей видимости, «неудобный» для компании из-за ковенант) за счет рублевых облигаций. Получается, что планы несколько поменялись, и «supply risk» в отношении двух из трех зарегистрированных рублевых выпусков общим объемом 25 млрд. руб. снижается (выпуск X5 на 9 млрд. руб. будет размещен через две недели). Во-вторых, интересна ставка, по которой был привлечен кредит – LIBOR+75бп. Мы не знаем условий сделки. Если кредит необеспеченный, то торгующийся со спрэдом к свопам на уровне 160бп рублевый выпуск Пятерочка-2 с погашением через 3.5 года выглядит заметно привлекательнее кредита.

- **Комментарий к размещению ОГК-2 (NR).** Завтра состоится размещение облигаций очередной генерирующей компании, **ОГК-2**, объемом 5 млрд. руб. и сроком на 3 года. По своим финансовым характеристикам ОГК-2 выглядит хуже представленных на рынке облигаций ОГК и скорее напоминает более слабые ТГК – №6 и №8. По итогам 2006 г., ОГК-2 продемонстрировала сравнительно низкий уровень операционной рентабельности (EBITDA margin менее 7%) и высокую долговую нагрузку в терминах «Долг/ЕБИТДА» (5.5x). Крупная доэмиссия акций (31% от УК), в результате которой ОГК-2 может привлечь около USD1.5 млрд. и тем самым «закрыть вопрос» о кредитоспособности на среднесрочную перспективу, запланирована на сентябрь-октябрь 2007 г. После доэмиссии РАО ЕЭС останется контролирующим акционером (около 55%), но затем доля государства в компании, вероятно, будет снижена. Об интересе к ОГК-2 заявлял Газпром (A3/BBB). Мы полагаем, что в настоящее время «справедливым» для необеспеченного 3-летнего риска ОГК-2 является уровень доходности 8.0-8.1% (ОФЗ+200бп). В случае успеха доэмиссии акций спрэд может сузиться на 30бп.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 5.08 | 0 | +0.22 | +0.38 |
| EMBI+ Spread, бп | 171 | +3 | +19 | +2 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 98 | 0 | +10 | +2 |
| Russia 30 Yield, % | 6.07 | -0.03 | +0.30 | +0.42 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 6.45 | -0.02 | +0.03 | -0.07 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 489.8 | +40.4 | +62.4 | -176.3 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 853.8 | -204.0 | -322.2 | +739.1 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | 284.3 | - | - | - |
| MOSPRIME O/N RUB, % | 3.95 | -0.5 | - | - |
| RUB/Бивалютная корзина | 29.83 | +0.04 | -0.09 | +0.15 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 70.5 | +0.3 | -0.2 | +9.8 |
| Индекс РТС | 1875 | -22 | +105 | -35 |

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходности **US Treasuries** по итогам вчерашнего дня практически не изменились (**UST10 5.08%**), при этом продемонстрировав при этом значительную волатильность. В первой половине дня доходности снижались на фоне негативной динамики азиатских и европейских фондовых рынков. Покупкам UST также способствовала слабая статистика, вышедшая в США. Однако, во второй половине дня рынок скорректировался на фоне уверенной позитивной динамики американского рынка акций.

В сегменте **Emerging Markets** продолжается медленное расширение спрэдов (**EMBI+ 1716п; +36п**). Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.07%) вчера вырос в цене вслед за UST примерно на 3/16, не успев отреагировать на поздний рост доходностей на американском рынке. Но уже сегодня утром его котировки откатились назад примерно до 109 13/16, а спрэд к UST составляет около 100-1016п. В корпоративном сегменте по-прежнему достаточно «тихо». Ситроникс вчера исполнил колл-опцион, выкупив полностью выпуск **SITFIN 09** по цене 103 ¼ (5.79%), что соответствует условиям эмиссии (call-опцион по доходности UST+906п).

Сегодня поздно вечером станет известно очередное решение ФРС США по ставке **FED RATE**. Чуть ранее будет опубликована статистика по ВВП за 1-й квартал.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера завершилось размещение 3-летних еврооблигаций **Межпромбанка** (B1/B+) – объем составил EUR200 млн., купон установлен в размере 9.00% (свопы+4306п). Таким образом, прайсинг прошел по нижней границе ранее озвученного диапазона (9.00-9.25%). Обращающийся сейчас на рынке долларовой **IIBRU 10** (YTM 9.56%) торгуется со спрэдом к свопам на уровне 4206п, поэтому большого апсайда мы в новом выпуске не видим.

МДМ-Банк вчера закрыл сделку по размещению кредитных нот компании **Техносила** (NR) на USD100 млн., доходность сложилась на уровне 9.75%. С точки зрения спрэдов к свопам этот выпуск разместился заметно уже (Z-свопы+4356п) по сравнению с рублевым выпуском компании (Z-свопы+5456п).

Транскапиталбанк (B2) пока не обозначил ориентир по своему субординированному займу (USD100 млн., стандартная структура 10 лет, колл-опцион через 5 лет).

Нам стало известно, что **Банк Кедр** планирует размещение CLN с ориентировочной доходностью около 10%. В акционерном капитале банка участвует ЕБPP (Aaa/AAA).

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Несмотря на появлявшиеся ранее в СМИ сообщения о возможных задержках в процессе погашения задолженности ЮКОСа, вчера конкурсный управляющий начал этот процесс. Около 150 млрд. руб. было выплачено по налоговым долгам в бюджет и около 240 млрд. руб. – в счет задолженности перед Роснефтью. Роснефть сразу же направила полученные средства на покупку валюты для того, чтобы расплатиться по своим краткосрочным кредитам. Эти события привели к двум важным последствиям для валютного и денежного рынка – из-за платежей в бюджет сумма корсчетов и депозитов сегодня сократилась примерно на 160 млрд. руб., а в результате агрессивных покупок валюты в интересах Роснефти рубль отыграл часть вчерашнего укрепления к корзине (4 из 13-14 копеек).

Оба эти последствия скорее можно интерпретировать как умеренно-негативные для рынка рублевых облигаций. По факту же рынок в целом проигнорировал вчерашние события на денежном и валютном рынке. В сегменте ОФЗ вчера на 10-156п выросли практически все длинные выпуски. В корпоративном сегменте мы отметили рост котировок отдельных выпусков, несколько забытых во ходе мини-ралли во

вторник. Это **МосОбласть-7** (+10бп; УТМ 7.04%), **ЛУКОЙЛ-4** (+10бп; УТМ 7.12%), **ФСК-4** (+20бп; УТМ 7.12%).

Вчера на уровне 8.00% были объявлены купоны до погашения по выпуску **Абсолют Банк-2**, что соответствует доходности к погашению на уровне 8.31% (по номиналу). На наш взгляд, это довольно интересный уровень – дюрация увеличится почти до 1 года, а спрэд к свопам составит около 300-305бп. Для сравнения, аналогичный спрэд по более длинным еврооблигациям Абсолют Банка составляет около 170-180бп. Напомним, что недавно этот финансовый институт был поглощен бельгийской группой KBC (Aa2/A+).

Также обращаем внимание, что с сегодняшнего дня выпуск **Северсталь-Авто-1** (УТМ 7.88%) начинает торговаться в котировальном списке А1, что, вероятно, традиционно приведет к росту его котировок, хотя доходность выпуска и так уже довольно низкая.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ходе вчерашнего размещения облигаций **Газэнергосеть-1** ставка купона сложилась в размере 8.00% (УТМ 8.16%). Похоже, что ряд крупных инвесторов (заключено было всего 9 сделок) оценили близость этой компании к Газпрому заметно агрессивнее, чем это сделали мы. Спрэд к кривой доходности Газпрома составил лишь около 125бп. На рынке можно найти очень много гораздо более интересных примеров, где спрэд между слабой дочерней и сильной материнской компанией заметно шире (280-500бп; МОИА/МОИТК/Мособлгаз, Жилсоципотека, Удмуртнефтепродукт, Каскад Нижне-Черекских ГЭС).

Несколько «смазанным» выглядело размещение **Альянс-финанса-1** – купон составил 8.75% (УТР 8.94%), причем основной объем был продан в ходе допсессии. Ориентируясь на долларовую кривую доходности Альянс Банка и транслируя ее через процентные свопы, мы оценивали справедливую доходность этого выпуска на уровне 9.25%.

На аукционе по размещению выпуска **Автомир-2** доходность составила 11.04% (купон 10.75%). На наш взгляд, этот уровень близок к справедливому (см. вчерашний комментарий).

Пожалуй, самым успешным из вчерашних аукционов можно назвать размещение облигаций **Самарская область-4**. Итоги размещения не обманули наших ожиданий - купон был установлен в размере 6.98% (УТМ 7.16%). При этом, к концу дня котировки выпуска выросли до 100.20 (УТМ 7.11%), а спрэд к ОФЗ сократился до 95бп. Мы оценивали справедливую доходность на уровне 7.10-7.15%. Рекомендуем обратить внимание на короткий выпуск **Самарская область-2** (УТМ 7.09%) – его спрэд к ОФЗ составляет около 110бп.



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

| | |
|--------------------|---------------------------------|
| 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 |

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.