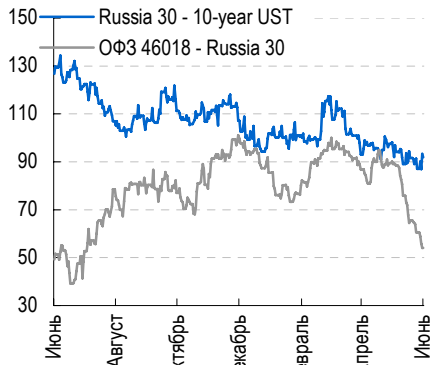
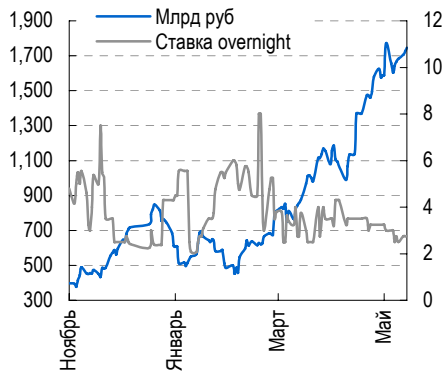


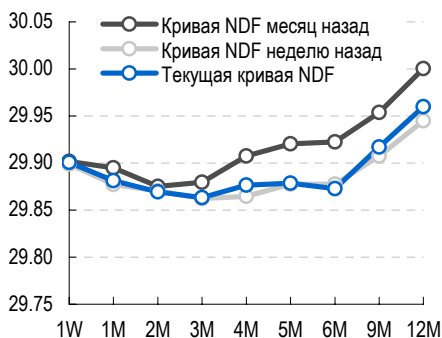
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

6 июня	Размещение руб.обл. Кондитер-Курск-1
6 июня	Размещение руб.обл. ЮТК-5
7 июня	Размещение руб.обл. Махеев-1
7 июня	Размещение руб.обл. Банк Спурт-2
7 июня	Размещение руб.обл. ТГК-4-1
8 июня	Размещение руб.обл. НПО Сатурн-3
13 июня	Выплата налога на прибыль
13 июня	Размещение еврообл. Рольф

Рынок еврооблигаций

■ **UST** на месте, а спрэды **EM** чуть расширились. О price-talk по выпуску CLN металлотрейдера **Комтех** и других новостях первичного рынка. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

■ В **ОФЗ** и **первом эшелоне** продолжается фиксация прибыли. Сегодня на торги выходит выпуск **ЕЭСК**, который имеет хороший потенциал роста (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **СЕВЕРСТАЛЬТРАНС (NR)** и **Банк Спурт (В-)**: Комментарии к размещению (стр.3-4)
- **Вкратце: Итальянский электроэнергетический гигант Enel (A1/A+/AA-) приобрел пакет акций ОГК-5 (Ва3)** и заявил о планах довести свою долю в этой компании до контрольной. В настоящее время 50% акций ОГК-5 остается в руках РАО ЕЭС, а после расформирования РАО доля государства в ОГК-5 опустится до 25%. С одной стороны, сама ОГК-5 денег от вчерашней сделки не получит, т.к. акции продавало РАО ЕЭС. Кроме того, при текущем уровне участия вряд ли стоит ожидать, что Enel окажет поддержку ОГК-5 в стресс-сценарии. Вместе с тем, можно предположить, что несколько возросла вероятность господдержки в отношении ОГК-5 – российское правительство по всей видимости заинтересовано в том, чтобы первый пример крупного участия «титанного» иностранного инвестора в приватизации российской энергетики не закончился плачевно. Поэтому в целом мы считаем вчерашнее событие позитивным для кредитного профиля ОГК-5. Облигации ОГК-5 сейчас торгуются на уровне 7.54% (Z-свопы+1696п) к оферте через 2.5 года. Мы не видим значительного потенциала сужения спрэдов с этих уровней. Нам кажется, что в меньшей степени стоит ориентироваться на «дорогой» выпуск Мосэнерго-1 (7.00%, «дочка» Газпрома, выпуск в списке А1). Интересным сравнением могут быть полноценные дочки иностранных банков – КМБ-Банк и Русфинансбанк – выпуски которых торгуются с заметно более широкими спрэдами (Z-свопы +170-1906п).
- **Вкратце: Группа ГАЗ (NR)** показала хорошие результаты по МСФО за 2006 г. Выручка компании в прошлом году достигла USD4.5 млрд. (+26%), показатель EBITDA margin остался на уровне 12%. Соотношение Долг/EBITDA выросло с 1.3x до 1.5x, что, тем не менее, свидетельствует об умеренном уровне долговой нагрузки. ГАЗ-Финанс-1 торгуется с доходностью 7.56% к оферте в феврале 2008 г. (Z-свопы+2806п), и, на наш взгляд, малоинтересен из-за короткой дюрации.
- **Вкратце: Standard & Poor's поставило в список на повышение рейтинг ЦентрТелекома (В) и ЮТК (В-)** в список на повышение в связи с улучшением финансовых и операционных показателей.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.97	-0.02	+0.34	+0.27
EMBI+ Spread, бп	156	+4	-11	-13
EMBI+ Russia Spread, бп	90	+4	-10	-6
Russia 30 Yield, %	5.90	+0.04	+0.29	+0.25
ОФЗ 46018 Yield, %	6.44	+0.02	-0.07	-0.08
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	447.1	0	+19.3	-219.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1298.2	0	+357.8	+1183.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	68.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.08	-0.17	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.92	+0.01	0	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	71.0	+0.5	+6.6	+10.3
Индекс РТС	1824	-10	-104	-86

Рынок еврооблигаций

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

Вышедшая вчера в США сильная статистика, коррекция на фондовом рынке и слухи об обострении ситуации на Ближнем Востоке способствовали снижению доходности **10-летних UST** на 26п до 4.97%. Однако сегодня на торгах в Азии в UST вновь преобладали продажи, в результате чего доходность скорректировалась вверх до 4.98%. Напомним также, что ЕЦБ вчера, как и ожидалось, поднял ставку рефинансирования с 3.75% до 4.00%. В США сегодня выйдет статистика по безработице, оптовым товарным запасам и потребительскому кредитованию.

Спрэд **EMBI+** расширился на 4 бп до 156 бп. Негативными для **Emerging Markets** стали новости из Турции (пришли известия о военной операции против курдских сепаратистов; впоследствии они были опровергнуты), высокие цифры по инфляции в Бразилии, а также заявление президента Венесуэлы о том, что займ МВФ может быть отложен на неопределенный срок.

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.90%) вчера снизились примерно на 1/4, сейчас они находятся около 111 3/8 – 111 1/2. Спрэд к UST расширился до 92-93бп. На корпоративном рынке преобладали негативные настроения, наиболее ликвидные бумаги котировались несколько ниже по сравнению со вторником. Вместе с тем, мы видели спрос в бумагах Промсвязьбанка – выпуск **PROMBK 11** (YTM 8.38%) прибавил в цене около 3/8.

На первичном рынке стало известно о намерении Банка АК БАРС (Ba2/NR/BB-) разместить 3-5-летние еврооблигации. Металлотрейдер **Комтех** (B-) озвучил price-talk по своему выпуску CLN на уровне 9.75-10.0% (оферта через 2 года). Это соответствует спреду к свопам на уровне 435-460бп. В рублевых облигациях металлотрейдеры торгуются со спредами к свопам около 500-550бп (за исключением Инпрома, выпуски которого входят в A1). Сегодня ожидается прайсинг 10-летних еврооблигаций **Украины** (B1/BB-/BB-).

Рынок рублевых облигаций

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

Вчера ситуация на рублевом долговом рынке существенно не изменилась – котировки госбумаг и облигаций первого эшелона продолжили плавно сползать вниз. В сегменте ОФЗ продажи доминировали вдоль всей кривой, длинный конец «просел» еще на 10-15бп по цене.

В первом эшелоне снижение котировок продемонстрировали выпуски **МосОбласть-7** (-156п; YTM 7.09%), **РЖД-6** (-136п; YTM 6.87%), **Газпром-9** (-76п; YTM 7.09%), **ЛУКОЙЛ-3** (-76п; YTM 7.56%), **ФСК-4** (-56п; YTM 7.21%). Одновременно спросом пользовался **РСХБ-3** (+56п; YTM 7.05%), а также облигации 2-го эшелона – **КОКС-2** (YTP 8.30%), **ГАЗ-1** (YTP 7.63%), **НПО Сатурн-2** (YTP 8.05%). Также после новости о победе итальянской **Enel** на аукционе по продаже 25% акций ОГК-5 инвесторы активно покупали облигации **ОГК-5-1** (+116п; YTP 7.54%).

В ходе аукциона ставка купона по выпуску **ЮТК-5** сложилась на уровне 7.55% (YTP 7.69%). Это немного ниже нашей оценки справедливой доходности (7.75%), причем «на форварде» котировки выпуска выросли до 100.15. Выпуск **ЮТК-4** сейчас находится «на купоне», поэтому не торгуется, но с расчетами «завтра» его цена выросла примерно на 30бп до 104.0% от номинала (YTM 7.28%).

Вчера же по рынку была распространена информация, что выпуск **М-Индустрия-1** (YTM 12.48%) в скором времени будет включен в список A1 после публикации отчетности по МСФО. На этой новости его котировки подросли примерно на 10бп.

Помимо этого, вчера были объявлены купоны после оферт по нескольким выпускам. Ставка купона по выпуску **Матрица-1** до погашения была зафиксирована на уровне 12.00%, что при текущих котировках соответствует доходности к погашению на уровне 12.42%. На наш взгляд, этот уровень вполне адекватен кредитному профилю компании (см. наши многочисленные комментарии по Матрице). По выпуску **Арбат-**

Престиж-1 ставка купона до погашения была сохранена на уровне 10.50% (YTM 10.65%). Купонная ставка не поменялась и по выпуску **Нижне-Ленское-2** – 13%, что соответствует доходности на уровне 13.41% (по номиналу).

Сегодня на вторичные торги выходят **Топпром-1** (YTP 13.08%) и **ЕЭСК-1** (YTP 8.92%). В отношении последнего мы ожидаем очень существенного роста котировок (потенциал – до 101.50; см. наш комментарий от 04 июня).

СЕВЕРСТАЛЬТРАНС (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

В настоящее время проходит маркетинг выпуска CLN группы компаний СЕВЕРСТАЛЬТРАНС. Размещение, вероятно, завершится на следующей неделе. Объем выпуска предположительно составит USD200-250 млн. Срок – 3 года, оферта – через 2 года, колл-опционы каждый квартал (по 102.00 от номинала в течение 1-го года жизни выпуска, по 101.25 – в течение 2-го года и по 100.75 б.п. – в течение 3-го). Эмитентом выступает кипрская холдинговая компания группы TИHL, а в качестве основного обеспечения предусмотрен залог акций группы компаний Петролеспорт (владелец земельного участка оценочной стоимостью более USD200 млн. и ключевая операционная компания). Ковенант CLN по ограничению долговой нагрузки (Долг/EBITDA 3.5x) также относится только к поручителю (ОАО «Петролеспорт»). Насколько мы понимаем, выпуск планируется разместить с доходностью около 8.5%.

На наш взгляд, СЕВЕРСТАЛЬТРАНС обладает очень сильным бизнес-профилем. Компания является крупнейшим частным железнодорожным перевозчиком России значительно опережая ближайших конкурентов, а также контролирует почти треть контейнерных мощностей в российских портах. Оба сегмента имеют хорошие перспективы роста (в особенности – контейнерный бизнес). Единственным бизнес-сегментом группы, в отношении которого есть опасения по поводу дальнейших перспектив развития, является крупный терминал в Эстонии по перевалке экспортируемых из России нефтепродуктов (риски связаны с высокой политической напряженностью в отношениях двух стран). Однако, учитывая сравнительно низкую долю этого бизнес-сегмента в операционном денежном потоке СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа (по нашим оценкам, не более 10%), эти риски не кажутся нам критическими.

До недавнего времени компания на паритетных началах (по 50% акций) контролировалась владельцем Северстали А.Мордашовым и топ-менеджментом СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа. Однако в настоящее время менеджмент выкупает (или уже выкупил) долю г-на Мордашова (management buy-out, MBO). На наш взгляд, это несколько ослабило кредитный профиль СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа по двум причинам: во-первых, возможности А.Мордашова по поддержке своих активов в стресс-сценарии очень значительны. Во-вторых, сделка MBO увеличила долговую нагрузку на акционеров СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа. В документах к выпуску указано, что для софинансирования MBO менеджмент привлек кредит от Сбербанка на USD350 млн., поручителями по которому выступили некоторые компании СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа. Кроме того, в залоге по кредиту оказались пакеты акций отдельных компаний группы. Хотя напрямую это не окажет влияния на баланс СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа, безусловно, аналитически следует учитывать «условные обязательства» в долговой нагрузке группы.

Помимо этого, по другим долговым сделкам самого СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа в залоге находится значительная часть подвижного состава и пакеты акций некоторых компаний. На наш взгляд, риски, связанные с высокой долей обеспеченного долга у СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа, для потенциальных держателей CLN в значительной степени компенсируются а) существенным превышением рыночной стоимости активов в залоге над объемом соответствующих долговых обязательств и б) присутствием в структуре CLN залога в виде активов перспективного грузового терминала Петролеспорт (его цена по стоимости приобретения – USD275 млн.).

Несмотря на вопросы, связанные с недостаточной прозрачностью сделки MBO, умеренно-высокой долговой нагрузкой и отсутствием в структуре CLN финансовых ковенант по группе в целом, мы считаем CLN СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа вполне привлекательными с доходностью около 8.50%. Фактически, речь идет о мощной и хорошо капитализированной (см. табл.) транспортной корпорации, владеющей интересными и перспективными инфраструктурными активами. Для сравнения – размещенные недавно 5-летние еврооблигации Новороссийского Морского Торгового Порто (Ba1/BB+) сейчас торгуются с доходностью ниже 7%. При этом долговая нагрузка НМТП в терминах Долг/ЕБИТДА превышает 4x. Конечно, в случае с НМТП более силен фактор локальной инфраструктурной монополии и ее стратегической важности в сочетании с интересом к активу со стороны РЖД, но, тем не менее, в бизнес-профилях НМТП и СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа есть много общего.

Финансовые показатели, МСФО

USDмлн.	2005 г. аудированная	2006 предварительная
Выручка	1 353	1 628
Валовая прибыль	251	296
ЕБИТДА	242	287
Чистая прибыль	166	398
Финансовый долг	868	881
Чистый долг	812	546
Собственный капитал	332	748
Основные коэффициенты		
Валовая рентабельность	18.6%	18.2%
Рентабельность ЕБИТДА	17.9%	17.6%
Фин.Долг/ ЕБИТДА	3.6	3.1
Чистый Долг/ ЕБИТДА	3.4	1.9
ЕБИТДА/процентные платежи	3.4	3.9
Фин. Долг/Капитал	2.6	1.2
Чистый Долг/Капитал	2.4	0.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Банк Спурт (В-): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа банка Спурт объемом 1 млрд. руб., с погашением через 5 лет и годовой офертой.

Банк Спурт – пятый по величине активов банк Татарстана и 164-ый – среди всех российских банков (на 01.01.2007, РБК). Основные направления бизнеса – обслуживание и кредитование корпоративных клиентов и частных лиц. Крупнейшими клиентами банка исторически являются предприятия нефтехимической отрасли: ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Казаньоргсинтез», ОАО «Казанский завод синтетического каучука» и т.д. (поскольку в 1998 году крупнейшим акционером стал Татгазинвест – региональный оператор Газпрома). С начала 2007 года крупным акционером банка является Европейский Банк Реконструкции и Развития (28.25%). Среди других акционеров – менеджмент банка (41%) и ОАО «Нижнекамскнефтехим» (24%). Газпром контролирует 3% акций Спурта.

На наш взгляд, с точки зрения самостоятельных кредитных характеристик, Банк Спурт достаточно слаб в первую очередь по причине очень маленьких размеров (активы чуть более RUB5 млрд. руб. на конец 2006 г.). Ключевым фактором поддержки кредитного профиля для банка является достаточно сильный состав акционеров и в первую очередь – присутствие в капитале ЕБРР, который обеспечивает «привилегированный» доступ Спурта к сравнительно недорогому фондированию.

Годовой риск такого банка, на наш взгляд, интересно держать с доходностью не менее 9.50% (Z-свопы+435бп). В противном случае интереснее приобрести еврооблигации Локо-банка (в акционерах – IFC, рейтинги В2/В-, активы на конец 2006 г. – 15 млрд.) **ЛОСКО 10**, торгующиеся со спрэдом к свопам на уровне 420бп.

Ключевые финансовые показатели Банка Спрут

млн. руб.	2004 г. МСФО	2005 г. МСФО	2006 г. РСБУ
Процентные доходы	435	589	-
Процентные расходы	198	303	-
Чистый процентный доход	243	265	-
Чистый комиссионный доход	19	25	-
Операционные расходы	138	176	-
Чистая прибыль/убыток	123	126	225
Собственный капитал	1 058	1 044	1 211
Ссудный портфель	2 458	3 386	5 100
Активы	4 017	5 365	8 989
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	8.5%	6.9%	-
Рентабельность собственного капитала	11.8%	12%	20%
Рентабельность активов	3.5%	2.7%	3.1%
Собственный капитал/ Активы	0.26	0.19	0.13

Источник: банк Спрут, оценка МДМ-Банка



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.