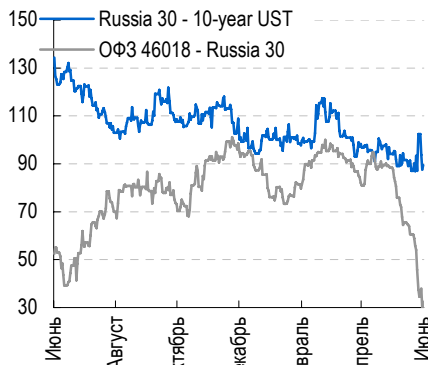
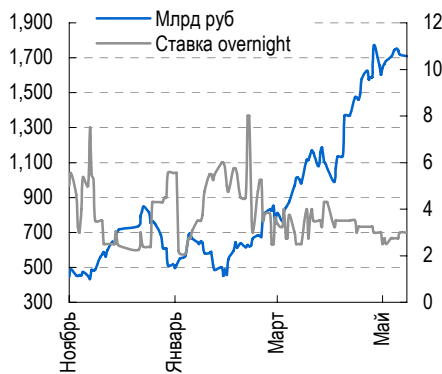


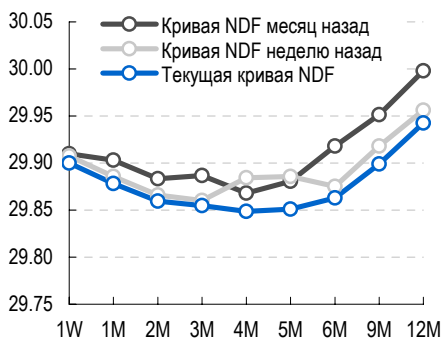
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

13 июня	Выплата налога на прибыль
13 июня	Размещение еврообл. Рольф
14 июня	Размещение еврообл. Транснефть
14 июня	Размещение руб.обл. ИжАвто-2
15 июня	Выплата акцизов, ЕСН
19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-1
19 июня	Размещение руб.обл. ТранскредитБанк-2
19 июня	Размещение руб.обл. Протон-ПМ-1

Рынок еврооблигаций

- Доходность 10-летних UST вчера достигала 5.30%. Паники в **Emerging Markets** пока не наблюдается. Много новостей на первичном рынке (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Субботние покупатели сегодня разочаруются. Аукционы **ОФЗ** – есть хороший повод потребовать премию. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- ФНС** подала 8 исков к фирмам – бывшим и нынешним акционерам **Русснефти (NR)**, с требованием признать недействительными сделки между ними по купле-продаже акций компании по статье 169 ГК (стр.3)
- Еврокоммерц (NR)** и **Курганмашзавод (NR)**: комментарии к размещениям (стр. 4)
- Вкратце: Минфин может пересмотреть прогноз роста ВВП в 2007 г. до 6.7%.** Быстрый рост экономики свидетельствует о том, что потенциал использования укрепления рубля как инструмента борьбы с инфляцией пока сохраняется (Рейтер цитирует Министра финансов А. Кудрина). На наш взгляд, такая риторика чиновников в краткосрочном периоде будет усиливать ожидания укрепления рубля, способствовать притоку капитала и поддерживать рублевые облигации.
- Вкратце: В понедельник-вторник в СМИ появились слухи о том, что немецкая ThyssenKrupp (Ваа2/BBB) ведет переговоры о покупке Северстали (В1/BB-/BB-).** Слухи были тут же опровергнуты обеими компаниями. Мы считаем, что вероятность продажи Северстали иностранной компании сейчас очень низка. Это противоречит стратегии ее ключевого акционера (А. Мордашова), планирующего сделать Северсталь одной из крупнейших металлургических компаний с **доминирующим российским участием**. Поэтому поглощения гораздо более вероятны со стороны самой Северстали. Связанные с этим риски увеличения долговой нагрузки, на наш взгляд, невелики, т.к. подобные сделки будут в значительной степени финансироваться за счет обмена акциями.
- Вкратце: АПРОСА (Ва2/BB-) считает Полюс Золото интересным активом,** но переговоры о его покупке пока не ведутся (Интерфакс цитирует главу компании). Мы по-прежнему считаем вероятность подобной сделки низкой вплоть до завершения процесса федерализации АПРОСА, который вряд ли завершится до 2008 г.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.30	+0.15	+0.63	+0.60
EMBI+ Spread, бп	156	-2	-7	-13
EMBI+ Russia Spread, бп	87	-6	-6	-9
Russia 30 Yield, %	6.17	+0.08	+0.55	+0.52
ОФЗ 46018 Yield, %	6.47	0	-0.03	-0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	459	-17.9	+75.7	-207.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1250.1	+8.3	+157.9	+1135.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	140.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3	-	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.93	+0.02	+0.02	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	68.8	-0.8	+2.0	+8.1
Индекс РТС	1798	+8	-47	-112

Рынок еврооблигаций

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

Пока российские участники рынка отдыхали, на рынке еврооблигаций продолжали развиваться достаточно драматичные события. Вчера в US Treasuries прошла новая волна продаж. По итогам дня доходность **UST10** достигла отметки 5.30%, **UST2** – 5.10%. Среди возможных причин – «технические» продажи (например, закрытие коротких позиций), сильные данные по инфляции в Китае и Японии (рост вероятности повышения процентных ставок в этих странах) и слабый аукцион по 10-летним UST. В ходе сегодняшней азиатской торговой сессии доходность **UST10** скорректировалась до 5.27%. Сегодня в США выходит много экономической статистики (индекс цен на импорт, данные по розничным продажам и товарно-материальным запасам), а также публикуется очередная «Бежевая Книга» ФРС.

В сегменте **Emerging Markets** и российских облигациях пока не наблюдается «бегства к качеству». Спрэд **EMBI+** сейчас на уровне 156бп, спрэд выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.17%) – около 95бп. В корпоративных выпусках котировки за последнюю неделю опустились на 1.5-3пп, при этом сделок по-прежнему немного, т.к. мало желающих зафиксировать убытки или увеличить позиции при столь широких bid/offer спредах.

За выходные пришло много новостей с первичного рынка. На уровне 8.50% (MS+290бп) были объявлены ориентиры по купону выпуска CLN **СЕВЕРСТАЛЬТРАНСа** (NR). Наш подробный комментарий по этой компании и предлагаемым кредитным нотам см. в ежедневном выпуске от 9 июня.

Был озвучен price-talk по новому 5-летнему выпуску **Альфа-Банка** (Ba1/BB) – MS+260бп (YTM 8.30%). На наш взгляд, ориентир достаточно интересный – дисконт к субординированному **ALFARU 17** (YTC 8.69%) с 5-летним колл-опционом составит около 40бп, в то время как для остальных выпусков российских банков разница между субординированными и старшими долгами составляет 60-80бп.

Стало известно об ориентирах по доходности нового 5-летнего выпуска долларовых еврооблигаций **Украины** (B1/BB-/BB-) – UST5+120бп, что соответствует доходности на уровне 6.41%. Таким образом, премия к суверенной кривой Украины составит около 20бп. Учитывая высокую волатильность в длинных облигациях, на наш взгляд, премия вполне оправдана.

Стало известно о готовящихся размещениях еврооблигаций **Банка Русский Стандарт** (Ba2/BB-) и украинского **Надра Банка** (Ba3/B-). Размещения запланированы на следующую неделю, оба выпуска будут номинированы в долларах. **Литва** (A2/A) планирует в ближайшее время сделать выпуск в евро.

Рынок рублевых облигаций

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

В субботу в ОФЗ и выпусках первого эшелона инвесторы, по всей видимости, попытались отыграть пятничное снижение доходностей еврооблигаций. Во всяком случае, котировки в этом сегменте заметно выросли – **ОФЗ 46018** (+13бп; YTM 6.47%), **ОФЗ 46020** (+19бп; YTM 6.81%), **РСХБ-2** (+18бп; YTM 7.20%), **Москва-44** (+12бп; YTM 6.47%). Очевидно, что сегодня субботних покупателей ждет разочарование (см. комментарий по еврооблигациям).

Из облигаций 2-3 эшелона обращает на себя внимание рост котировок выпуска **Инком-Лада-2** (+15бп; YTP 11.67%). Мы продолжаем считать, что получение высоких кредитных рейтингов и размещение еврооблигаций лидером сегмента автомобильного ритейла – компанией Рольф (Ba3/BB-) – будут способствовать снижению доходностей рублевых выпусков других автодилеров (в т.ч. **Автомир-1** (YTP 10.34%), **Инком-лада-1** (YTM 12.04%), **Атлант-М-1** (YTM 11.82%)).

Ключевым событием сегодняшнего дня станут аукционы по продаже **ОФЗ 25061** (на 8 млрд.), **ОФЗ 46018** (22 млрд.) и **ОФЗ 46020** (12 млрд.). Мы ожидаем достаточно большой спрос при размещении – ликвидности в банковском секторе по-прежнему много. К тому же сегодня будет погашен выпуск **ОФЗ 27025** и выплачены купоны по ОФЗ суммарно на 29.6 млрд. рублей. С другой стороны, пыл инвесторов должна

остудить существенно возросшая волатильность на рынке еврооблигаций. В этих условиях, на наш взгляд, обычным инвесторам разумно выставлять заявки с расчетом на премию. С нашей точки зрения, предлагаемые выпуски интересно выглядят со следующими ориентирами: **25061** – 6.10-6.12%, **46018** – 6.49-6.51%, **46020** – 6.84-6.86%.

До конца текущей недели намечено также 7 аукционов корпоративных выпусков на общую сумму 15.3 млрд. рублей. Похоже, что ухудшение конъюнктуры несколько изменит картину результатов первичных корпоративных аукционов. Инвесторы наконец-то смогут рассчитывать на покупку облигаций без дисконта к справедливым уровням доходности (а возможно даже с премией). Комментарии по некоторым из предстоящих размещений см. ниже. Также напоминаем, что сегодня в котировальном листе А1 начинают торговаться выпуски **М-Индустрия-1** (УТМ 11.91%) и **Мастер-Банк-3** (УТР 9.84%). Мы ожидаем роста котировок обоих выпусков.

Государство приступает к «национализации» Русснефти (NR)

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

Как сообщает сегодня газета Ведомости, ФНС подала 8 исков к фирмам – бывшим и нынешним акционерам Русснефти (NR), с требованием признать недействительными сделки между ними по купле-продаже акций компании по статье 169 ГК. Согласно указанной статье, в случае признания сторон виновными в совершении сделки, цель которой заведомо противоречила «основам правопорядка и нравственности», в пользу государства взыскивается все полученное ими по сделке.

Напомним, что ранее мы рассматривали три возможных сценария развития событий вокруг Русснефти: закрытие начатых расследований без каких-либо последствий, продажу компании какой-либо из госкорпораций или банкротство по «схеме ЮКОСа» и указывали на первые два сценария как на наиболее вероятные (см. наш обзор по Distressed Debt от 12 апреля).

Сейчас фактически речь идет о четвертом сценарии – «мягкой национализации» Русснефти. Он похож на сценарий продажи госкорпорации в том смысле, что предполагает переход под госконтроль без какой-либо «кредитной» угрозы (например, возникновения налоговых обязательств или отзыва операционных лицензий), т.е. на самом деле позитивен для кредиторов Русснефти. Вместе с тем, его отличие состоит в том, что г-н Гуцериев (глава компании и ее предполагаемый владелец) вряд ли согласен с таким сценарием и, возможно, будет предпринимать какие-то действия, чтобы воспрепятствовать национализации. Это обуславливает риски того, что национализация может пройти не так «мягко», как этого хотелось бы кредиторам.

Мы продолжаем верить в то, что конфликт вокруг Русснефти не приведет к дефолту по ее облигациям. Напомним, что поручителями по выпуску Русснефть-1 (цена 80.5; УТМ 27.3%) выступают три операционные компании группы. Мы ожидаем, что до конца года котировки облигаций восстановятся до номинала, т.е. они привлекательны для покупки с точки зрения инвесторов, имеющих высокий аппетит к риску. В то же время, у нас нет уверенности в том, что на какое-то время котировки облигаций не упадут ниже текущих уровней.

Еврокоммерц (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций ЗАО «Факторинговая компания «Еврокоммерц» объемом 3 млрд. руб. сроком на 3 года с годовой офертой. Еврокоммерц специализируется на факторинге, т.е. финансировании компаний в обмен на уступку прав денежных требований (дебиторскую задолженность). В данном сегменте компания занимает лидирующие позиции в России. Основными конкурентами Еврокоммерца являются российские банки. Контрольный пакет акций компании принадлежит

фонду прямых инвестиций Russia New Growth Fund под управлением Troika Capital Partners. Вероятна некая аффилированность с одним из крупных банков-кредиторов – казахстанским ТуранАлемом (Ваа1/ВВ/ВВ+).

Основу активов Еврокоммерца составляют кредиты небольшим торговым и производственным компаниям сроком на 1-3 месяца. В числе крупнейших дебиторов – торговые сети (Метро, Ашан, МОСМАРТ) и промышленные предприятия (НСММЗ, РЖД, Роснефть). Эффективная ставка по кредитам (с учетом фиксированных комиссионных платежей) составляет около 28%.

За время, прошедшее с размещения первого облигационного займа, компании удалось существенно укрепить свой финансовый профиль. Так, заметно снизилась зависимость от казахстанского банка ТуранАлем. Если на конец 3-го квартала на его долю приходилось почти 90% ресурсной базы, то по итогам первого квартала 2007 года этот показатель составил менее 40%. С учетом вливаний в капитал, сделанных на уровне материнской группы, соотношение «Капитал/Активы» по группе составило около 19% (ранее – около 10%). Помимо этого, стоит отметить высокие темпы роста бизнеса: объем выданного финансирования увеличился за полгода почти в 4 раза.

Тем не менее, у кредитного профиля компании Еврокоммерц, на наш взгляд, по-прежнему остается ряд недостатков:

- Отсутствие банковской лицензии. В отличие от банков, Еврокоммерц не обязан соблюдать регулятивные требования Центробанка в части управления рисками и адекватности капитала. В силу того, что, по своей сути, Еврокоммерц является финансовым институтом, а факторинг – финансовой услугой, нельзя исключать, что в какой-то момент эта деятельность станет регулируемой, что также несет в себе определенные бизнес-риски.
- Короткая кредитная история. Бизнес был основан в 2000 г., а прозрачная юридическая структура была сформирована лишь в марте 2006 г.
- Растущая конкуренция. Российские и иностранные финансовые институты, вероятно, будут активизировать свою деятельность в этом привлекательном сегменте.

Частично эти риски компенсируются следующими факторами:

- Эффективная бизнес-модель. По эффективной ставке около 30% компания фактически принимает на себя риски достаточно крупных и зачастую сильных компаний-дебиторов.
- Большая гибкость по сравнению с конкурентами из-за отсутствия банковской лицензии, небольших размеров и концентрации бизнеса на одном сегменте финансовых услуг.
- Сильные позиции на перспективном и быстрорастущем рынке.
- Очень короткая дюрация активов, не требующая привлечения долгосрочных пассивов
- Достаточный уровень прозрачности. Компания готовит отчетность по МСФО.

Первый облигационный заем Еврокоммерца торгуется сейчас с доходностью около 10.2% к оферте в декабре 2007 г. Справедливую доходность по новому выпуску мы оцениваем на уровне 10.5-11.0% к годовой оферте, что в целом соответствует доходности облигаций «перспективных» банков 3-го эшелона (недавно под 11% разместился Банк Спурт, среди акционеров которого присутствует ЕБРР).

Ключевые финансовые показатели группы «Еврокоммерц», МСФО (компания была сформирована 28.03.2006)

USD млн. .	3К2006	2006	1К2007
Активы	3 191	6 170	11 457
Факторинговые авансы	2 785	5 759	11 023
Собственный капитал	321	829	2 227
Доходы от факторинговой деятельности	281	557	419
Операционные расходы	61	154	-
Чистая прибыль	64	124	108

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Курганский машиностроительный завод (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа ОАО «Курганский машиностроительный завод» (КМЗ) объемом 2 млрд. руб. сроком на три года с офертой через год. Эмитентом выступает SPV – ООО «Курганмашзавод-Финанс» при полном поручительстве КМЗ.

КМЗ является одним из крупных представителей российского военно-промышленного комплекса. В частности, это единственный производитель боевых машин пехоты БМП-2 и БМП-3, состоящих на вооружении России и еще 28 стран мира. На предприятии занято более 10 тыс. человек. Сейчас более половины выручки КМЗ приходится на гражданскую продукцию (транспортные машины/вездеходы, оборудование для ремонта трубопроводов, минитракторы и проч.). С 2006 г. предприятие находится под управлением Концерна «Тракторные заводы», в который входит ряд крупных машиностроительных предприятий, в т.ч. Промтрактор, Владимирский моторо-тракторный завод, Липецкий трактор и Онежский тракторный завод. Ключевым бенефициаром концерна считается председатель Совета директоров КМЗ Михаил Болотин.

На наш взгляд, среди достоинств кредитного профиля КМЗ – крупный портфель заказов (контракт на USD250 млн. с Минобороны и экспортные сделки), хорошие перспективы роста (Россия активно наращивает оборонный бюджет), важность предприятия для государства (в стресс-сценарии вероятен переход предприятия под госконтроль), пока умеренная долговая нагрузка, а также возможная поддержка со стороны Концерна «Тракторные заводы» (выручка в 2006 г. – более USD1 млрд., планы IPO в 2008 г.). Среди недостатков или слабостей кредитного профиля КМЗ – вероятное снижение рентабельности и увеличение долговой нагрузки вследствие укрепления рубля и роста потребностей в оборотном капитале, а также недостаточный уровень прозрачности Концерна «Тракторные заводы» (нет отчетности по МСФО, предполагаемая долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА – около 5-6х).

Облигации компании Промтрактор, входящей в одну группу с КМЗ, сейчас торгуются на уровне 9.6%. Справедливая доходность по выпуску КМЗ, на наш взгляд, также составляет 9.5-10.0% (Z-свопы плюс 450-500бп).

Ключевые показатели компании ОАО «Курганмашзавод»

млн. руб.	2004	2005	2006	ГК Промтрактор 6 мес. 2006 г.
Выручка	3 519	4 906	4 979	5 269
ЕБИТДА	174	544	579	737*
Чистая прибыль	132	269	63	321
Финансовый долг	343	1 936	1 249	7 420
Собственный капитал	3 145	3 413	3 466	3 710
Активы	5 157	6 055	5 472	12 499
Основные коэффициенты				
Рентабельность ЕБИТДА	4.9%	11.1%	11.6%	14.0%*
Чистая рентабельность	3.7%	5.5%	1.3%	6.1%
Финансовый долг/ЕБИТДА(годовая)	2.0	3.6	2.2	5.0*
Финансовый долг/Капитал	0.1	0.6	0.4	2.0

Источник: данные компании
* прибыль от продаж



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.