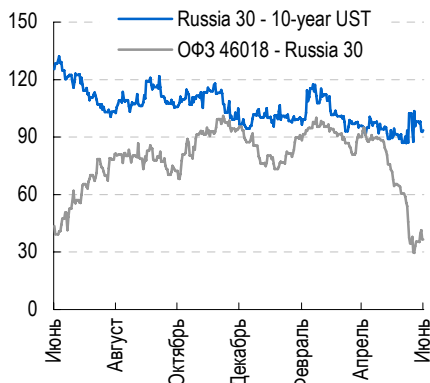
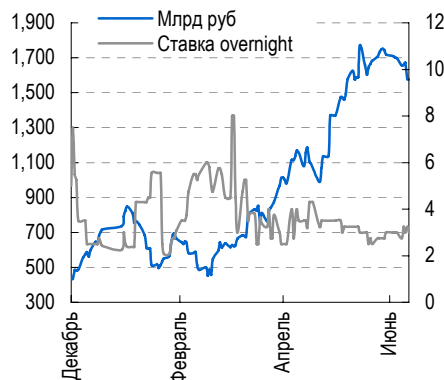


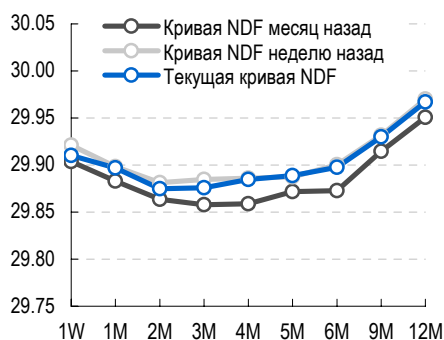
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

25 июня	Выплата акцизов, НДС
25 июня	Статистика по вторичному рынку жилья
26 июня	Размещение руб.обл. Русское Море-1
26 июня	Размещение руб.обл. ДиПОС-1
26 июня	Статистика по первичному рынку жилья
27 июня	Размещение руб.обл. Газэнергосеть-1
28 июня	Статистика по ВВП США
28 июня	Заседание ФРС по ставке

Рынок еврооблигаций

- Новый 3-летний выпуск **Русского Стандарта** смотрится привлекательно. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Мы полагаем, что **Мособласть** некорректно повела себя в отношении держателей выпуска **МОИА-1**. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6% (NR) отчиталась за 2006 г. по МСФО.** Результаты компании чуть лучше тех цифр, которые мы видели по итогам 3-х кварталов. За счет заметного роста операционной рентабельности (EBITDA margin 4.8% против 3.6% за 9 мес.) показатель «Долг/EBITDA годовая» снизился с 11.9x до 9.9x. Тем не менее, долговая нагрузка очевидно остается на опасно высоком уровне. В 2007 г. компания продолжает агрессивную инвестиционную политику, намереваясь увеличить число аптек более чем на 70%. Будучи близкой к исчерпанию возможностей по привлечению долга, аптечная сеть в апреле 2007 г. объявила о привлечении USD85 млн. акционерного капитала в свою 51%-ую «дочку», в которую от 36.6 внесены 24.99% акций фармацевтического производителя Верофарм (у 36.6 остается еще 25.02% акций Верофарма). В целом, мы продолжаем считать 36.6 хорошей «equity-story» (капитализация компании приближается к USD750 млн.). Однако, выпуск ее рублевых облигаций кажется нам несколько переоцененным с точки зрения риск/доходность (9.75%).

- Европейская финансовая группа Unicredit (Aa2/A+)** объявила о приобретении 85% акций казахстанского АТФ Банка (Ba1/B+/BB-) за USD2.2 млрд. На этих новостях еврооблигации АТФ Банка вчера вечером продемонстрировали впечатляющее ралли (см. комментарий стр. 2.). По нашим оценкам, покупка 5-го по величине банка в Казахстане с высоким мультипликатором к капиталу (по нашим расчетам – более 4.5x) окажет поддержку банковским облигациям Казахстана, России и Украины, т.к. серия банковских M&A/IPO-сделок, безусловно, продолжится.

- Альянс Банк (Ba2/NR/BB-)** проведет IPO на LSE в июле. Мы не склонны считать новость позитивной для кредиторов банка, т.к. акции будет продавать только акционер – группа Сеймар, а сам Альянс не получит дополнительного капитала. Похоже, что поступления будут использованы группой Сеймар для покупки российского **Петрокоммерц Банка** (Ba3/B+), который в случае продажи потеряет аффилированность с ЛУКОЙЛом (Baа2/BBB-). Возможно также, что для этой сделки понадобится вовлечь баланс Банка Альянс или заложить его акции. Мы рекомендуем неагрессивно сокращать позиции в выпусках ALLIBK и PETRRU.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.19	+0.06	+0.36	+0.49
EMBI+ Spread, бп	155	+2	+2	-14
EMBI+ Russia Spread, бп	90	-4	-3	-6
Russia 30 Yield, %	6.12	+0.05	+0.40	+0.47
ОФЗ 46018 Yield, %	6.48	0	+0.04	-0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	463.8	-81.2	+52.8	-202.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1111.1	+78.8	-65.9	+996.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	147.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.27	-0.3	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.93	-0.01	+0.01	+0.25
Нефть (брент), USD/барр.	70.2	-0.2	+0.7	+9.5
Индекс РТС	1893	-22	+32	-17

Рынок еврооблигаций

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

Вчера инвесторы достаточно активно сокращали позиции в длинных US Treasuries, доходность **10-летних нот** выросла до 5.19% (+5бп). Наибольшее беспокойство участников рынка связано с проблемами на рынке sub-prime mortgages. Продажам также способствовала и достаточно сильная статистика (Leading indicators, Philadelphia Fed).

Цены облигаций **Emerging Markets** второй день подряд снижаются вслед за американским рынком. Правда, на этот раз более стремительно – спрэд **EMBI+** вчера расширился до 155бп (+26п). В целом котировки индикативных выпусков снизились примерно на 1/2, больше всего (около 1.5п.п.) в цене потеряли волатильные аргентинские, венесуэльские и эквадорские облигации. Среди других новостей – **Уругвай** (BB-/B1/B+) разместил 30-летние еврооблигации на USD500 млн., а агентство Fitch повысило рейтинг **Колумбии** (Ba2/BBB-/BB+, реакции в облигациях мы не отметили).

Российские еврооблигации вчера двигались «вместе с рынком» – котировки **RUSSIA 30** (YTM 6.12%) снизились примерно на 3/8. Спрэд к UST10 по итогам дня составил около 94бп. Обращает на себя внимание стремительный взлет котировок еврооблигаций казахского **АТФБанка** (B+/Ba1/BB) на новостях о его покупке итальянской **UniCredit Group** (Aa2/A+/A+). Котировки perpetuals **АТФБП** (8.58% к колл-опциону в 2016 г.) выросли на 7п.п. и, на самом деле, вероятно, могут продолжить рост.

На первичном рынке закрывается сделка по размещению 3-летних еврооблигаций банка **Русский Стандарт** (BB-/Ba1). Ориентир по доходности – свопы + 300бп. На наш взгляд, это может быть довольно интересно – спрэд обращающегося на рынке чуть более длинного выпуска **RUSB 10** (YTM 8.33%) составляет примерно 280бп. Книга заявок, по сообщениям организатора, уже переподписана. Из других новостей – **Банк Москвы** (A3/BBB) объявил о намерении разместить 5-летние бонды в евро.

Рынок рублевых облигаций

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

Динамика котировок ОФЗ вчера была умеренно-негативной. Продавцы доминировали, однако при этом рынок ощущал хорошую поддержку. Так, в выпуске **ОФЗ 46020** (YTM 6.80%), на который пришлось примерно треть вчерашнего оборота в секции госбумаг, таким уровнем поддержки стала отметка 102.60 (-8бп). В целом же, снижение котировок составило не более 5-10бп. В корпоративном секторе единой тенденции не сложилось, но колебания цен были незначительны (+/-10бп).

Пожалуй, самым заметным движением на вторичном рынке стало резкое снижение котировок выпуска **МОИА-1** (-50бп; YTM 8.60%), на котором мы хотели бы остановиться поподробнее. Напомним, что все выпуски Московского областного ипотечного агентства исторически имели в своей структуре оферты от правительства Московской области (МО), что было мощным «кредитным усилением» и обеспечивало по выпускам МОИА заметно более узкие спреды по сравнению с облигациями других «дочек» МО (МОИТК, Мособлгаз и т.д.). Вчера мы узнали о том, что правительство МО одобрило выставление оферты по выпуску **МОИА-3** (размещен недавно, оферта была «обещана» в рамках «комфортного письма»). При этом, о новой оферте по МОИА-1 ничего сказано не было. В то же время последняя оферта по этому выпуску истекла вчера, 21 июня. Однако, не ожидавшие такого поворота событий держатели облигаций МОИА-1 не имели возможности сориентироваться и воспользоваться офертой (о желании воспользоваться опционом необходимо было заявить до 19 июня).

После общения с представителями организатора, компании и правительства МО у нас сложилось впечатление, что новой оферты по МОИА-1 просто не планируется. Если это так, то поведение правительства МО выглядит некорректным по отношению к держателям облигаций МОИА-1. Мы считаем, что необходимо было заранее известить инвесторов об отсутствии намерений у МО выставлять новую оферту по этому выпуску с тем, чтобы инвесторы имели возможность воспользоваться «старой» офертой.

Таким образом, без новых оферт **МОИА-1** становится теперь самым длинным из всех выпусков «дочек» МО, причем из «кредитных усиления» по нему теперь остается только гарантия **МОИТК**, более короткие выпуски которого торгуются сейчас на уровне 9.15% по доходности. На наш взгляд, справедливая доходность МОИА-1 в новых условиях составляет не менее 9.00% (соответствует цене 100.50; позавчерашний уровень цен – 102.0). Теперь для торговли этим выпуском инвесторы не смогут использовать лимит на Мособласть, поэтому из-за «технических» причин, связанных с лимитами, мы можем увидеть падение котировок МОИА-1 и ниже 100.50. На наш взгляд, этот эпизод заставляет задуматься об учете фактора низкого качества «корпоративного управления» и в других выпусках «дочек» Мособласти.

Вчерашние первичные размещения прошли в рамках ожиданий (5 размещений суммарно на 15 млрд. рублей). Ставка купона по выпуску **Седьмой континент-2**, где МДМ-Банк выступил организатором, была установлена в размере 7.80% (УТР 7.95%). На форвардном рынке его цена подросла до 100.05. Процентная ставка по **ТГК-10-1** сложилась на уровне 7.60% (УТР 7.74%), что соответствует нашей оценке справедливой доходности (7.70-7.80%). Интересно, на наш взгляд, разместился выпуск **Космос-Финанс-1** – купон был установлен в размере 11.25% (УТР 11.57%). Мы оценивали его доходность на уровне 11.00-11.50%, правда, из-за небольшой дюрации он вряд ли представляет спекулятивный интерес. Итоги остальных размещений: **Русское море-1** – купон 9.50% (УТР 9.84%), **СКБ-Банк-1** – купон 9.75% (УТР 10.11%).

Сегодня состоится единственный аукцион по **Еврокоммерц-3** – объем 3 млрд. рублей, 1.5-годовая оферта. На прошлой неделе мы комментировали размещение выпуска **Еврокоммерц-2** (УТР 9.68%), которое, на наш взгляд, прошло очень агрессивно – ставка купона сложилась на уровне 9.49%, причем большую часть займа выкупил один инвестор. Справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем также на уровне 10.50-11.00%.

Вчера мы также отметили небольшую напряженность на денежном рынке – к концу дня ставки выросли примерно до 4.5%. Запас ликвидности в банковской системе по-прежнему довольно высок, а рост ставок мы объясняем локально возросшим спросом со стороны нескольких крупных участников рынка.



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.