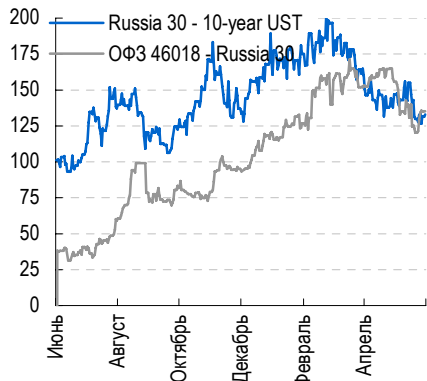
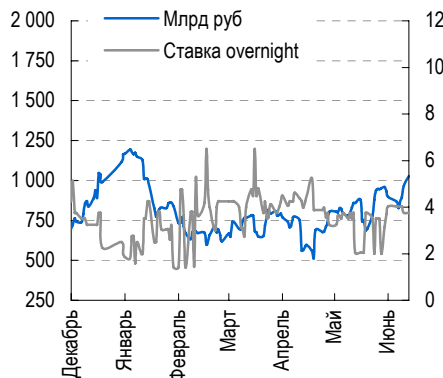


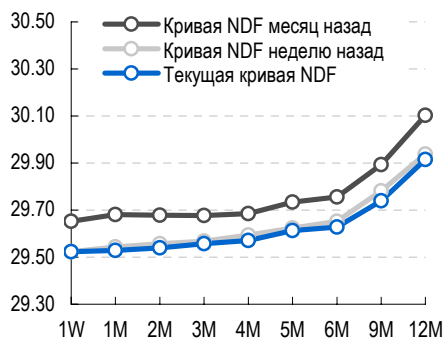
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

23 июн	Размещение руб. обл. Промсвязьбанк-6
24 июн	Размещение руб. обл. Кредит Европа-2
24 июн	Размещение руб. обл. МТС-3
24 июн	Размещение руб. обл. Полипласт-1
24 июн	Размещение руб. обл. Генерир.Компания-1
25 июн	Уплата акцизов, НДС
25 июн	Заседание ФРС
26 июн	Размещение руб. обл. СамарскаяОбл-5

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** снизились за акциями. На этой неделе – решение **ФРС** по ставкам. Хорошие новости из **Казахстана**. Первичный рынок – **ТМК, ПСБ** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Несмотря на избыток ликвидности, котировки снижаются. Основная причина – большой объем новых размещений(стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Татэнерго (NR): комментарий к размещению** (стр. 3)
- Кредит Европа Банк (Ва1): комментарий к размещению** (стр. 4).
- Арбат Престиж (NR) привлек кредит от Банка УРАЛСИБ на 81 млн. долл.** Об этом сегодня со ссылкой на гендиректора розничной сети сообщила газета Коммерсантъ. Если эта информация соответствует действительности, то Арбат Престиж, скорее всего, сегодня-завтра расплатится с держателями своих облигаций на 1.5 млрд. руб., по которым в пятницу был допущен технический дефолт.
- УРСА Банк (Ва3/NR/B) показал неплохие результаты за 1-й квартал 2008 г. по МСФО.** В отчетном периоде банку удалось сохранить позитивную динамику кредитного портфеля (+7.2% к 2007 г.). Показатели просрочки (3.7%) и адекватности капитала (TCAR 18%) находятся на очень комфортных уровнях. Несмотря на небольшое снижение процентной маржи УРСА Банк продемонстрировал улучшение показателей отдачи на активы и капитал. Однако значительную долю прибыли в 1-м квартале банк получил за счет «волатильных» источников: восстановления резервов и доходов от валютных операций. Поэтому мы полагаем, что во 2-4 кварталах рентабельность будет несколько ниже. Мы нейтрально относимся к облигациям банка на текущих уровнях и думаем, что наиболее интересными станут предложения от УРСА на первичном рынке.

- Группа Энергомаш (NR) разместила 10.5% акций и привлекла 300 млн. долл.** (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). По нашим оценкам, эта сделка лишь частично решит проблему высокой долговой нагрузки корпорации. Точно оценить финансовый профиль Энергомаша мы не можем, т.к. компания не публикует отчетность по МСФО. Рублевые облигации и выпуск CLN Энергомаша практически неликвидны.

- Вкратце: Fitch повысило рейтинг Северстали на 1 ступень до «ВВ».**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.17	-0.04	+0.36	+0.15
EMBI+ Spread, бп	260	+10	-1	+21
EMBI+ Russia Spread, бп	138	+6	-13	-9
Russia 30 Yield, %	5.48	+0.01	+0.26	-0.03
ОФЗ 46018 Yield, %	6.83	0	-0.04	+0.36
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	697.8	+1.0	+172.7	-190.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	329.2	+60.8	-4.2	+214.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	65.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.75	-0.21	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.51	0	-0.21	-0.13
Нефть (брент), USD/барр.	134.9	+2.9	+3.3	+41.0
Индекс РТС	2385	-16	-50	+94

Рынок еврооблигаций

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

ДОХОДНОСТИ UST СНИЗИЛИСЬ ЗА АКЦИЯМИ; НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ – РЕШЕНИЕ ФРС

В пятницу, в отсутствие значимой макроэкономической статистики, рынок **US Treasuries** в основном следовал за рынком акций. А тот показал негативную динамику на новостях о сокращениях персонала в одном из крупнейших банков страны (**Washington Mutual**), а также весьма мрачных прогнозах аналитиков **Citi** и **LB** по поводу ситуации на рынке недвижимости и вероятных новых убытках финансовых компаний **Fannie Mae** и **Freddie Mac**. Доходности **UST** опустились на 4-5bp вдоль всей кривой.

В сегменте **EM** в пятницу были отмечены осторожные продажи. Спрэд **EMBI+** расширился сразу на 10bp. **Центробанк Мексики** повысил в пятницу ключевую ставку на 25bp до 7.75% (упомянув, конечно, об инфляционной угрозе), но на котировках мексиканских еврооблигаций это почти не отразилось. В российском сегменте активность минимальна; корпоративные бумаги находятся под определенным давлением, в том числе в связи с большим объемом новых размещений.

В эту среду **ФРС** примет очередное решение по ключевым ставкам. Исходя из котировок фьючерсов, лишь 10% инвесторов считают вероятным повышение ставки на 25bp. Сегодня в США не публикуется никакой статистики, а завтра выйдут индекс **цен на недвижимость** и промышленный индекс **Richmond Fed**. Кроме того, на вторник назначен аукцион по **2-летним UST**. Объем предложения составит внушительные 30 млрд. долл.

ХОРОШИЕ НОВОСТИ ИЗ КАЗАХСТАНА

КазКоммерцБанк (Ba1/BB/BB+) вчера объявил о том, что 17.12% акций **ККБ** приобрел фонд **Alnair** из **ОАЭ**. Таким образом, доля **Alnair** в **ККБ** увеличивается до 25%. Мы оцениваем это событие как однозначно позитивное как для держателей облигаций **ККБ**, так и в целом для сегмента облигаций казахстанских банков. Напомним, что это уже не первая подобная M&A-сделка в банковском секторе **Казахстана** – достаточно вспомнить недавнюю покупку акций **Банка ЦентрКредит** корейским **Kookmin** или поглощение **АТФ Банка** итальянским **Unicredit**. Очевидно, что появление таких акционеров улучшает доступ местных банков к фондированию и снижает риски рефинансирования (ключевые для сектора). Учитывая, что мы также верим и в поддержку регулятора, еврооблигации казахстанских банков кажутся нам интересными – отдельные выпуски котируются ниже 80 pp от номинала с доходностью выше 16%. Мы рекомендуем обратить внимание на выпуски **ALIBK 11**, **ALIBK 12E**, а также субординированные **ККВ 16** и **ККВ 17**.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В пятницу завершилось размещение пятилетних евробондов **Газпромбанка** (A3/BBB-) – доходность, как и ожидалось, составила mid swaps + 350bp, или 7.933%. Спрэд к кривой эмитента – более 30bp. В новостных лентах также появились сообщения о возможных размещениях выпусков **ТМК** (B1/BB-), **Промсвязьбанка** и **CLN** азербайджанского **Банка Республика** (B2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

КОТИРОВКИ МЕДЛЕННО СНИЖАЮТСЯ; КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР – БОЛЬШОЙ ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ

Как и всю прошедшую неделю, торги рублевыми облигациями в пятницу проходили весьма неактивно. Вектор движения рынка также остался прежним – котировки большинства бумаг медленно, но верно продолжали снижаться. Особенно это заметно в выпусках **1-го эшелона**, которые потеряли еще около 15-20бп. Интересно, что на общем фоне весьма неплохо смотрелись среднесрочные гособлигации – **ОФЗ 25062** (УТМ 6.30%) и **ОФЗ 25059** (УТМ 6.20%) прибавили в цене порядка 10бп.

В пятницу завершилось размещение нового выпуска **Номос-банк-9** – купон был установлен по верхней границе ранее объявленного диапазона 9.75% (УТР 9.99%). Таким образом, премия к близкому по дюрации **Номос-банку-7** (УТМ 9.46%) составила около 50бп. Тем не менее, мы не ждем роста котировок нового выпуска.

Любопытно, что цены облигаций снижаются на фоне благоприятной ситуации с рублевой ликвидностью – к сегодняшнему утру сумма остатков на корсчетах и депозитах банков в **ЦБ** превысила 1 трлн. рублей, а ставки **overnight** в пятницу опустились примерно до 3.0-3.5%. Мы полагаем, что вниз рынок «тащит» большой объем первичных размещений. Например, на этой неделе их объем составит 33.8 млрд. рублей. Самым крупным будет аукцион по **МТС-3** (10 млрд. рублей). Кроме того, конечно же, инвесторов нервирует поток сообщений о технических дефолтах.

Сегодня пройдет размещение облигаций **Промсвязьбанк-6** на 5 млрд. рублей с годовой офертой. На рынке обращается чуть более короткий **Промсвязьбанк-5** (УТР 9.69%, входит в список репо ЦБ). Мы полагаем, что в новом выпуске интересно участвовать с доходностью от 10.50%. Не стоит забывать, что **ПСБ** анонсировал еще 3 выпуска суммарно на 15 млрд. рублей, поэтому сегодняшний аукцион – далеко не последняя возможность купить риск банка с хорошей премией.

Татэнерго (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Завтра состоится размещение облигационного займа электроэнергетической компании Татэнерго объемом 2 млрд. рублей с годовой офертой и погашением через 3 года. Эмитентом выступает генерирующая «дочка» группы – ОАО «Генерирующая компания». Поручитель – ОАО «Татэнерго» – является холдинговой компанией.

Татэнерго представляет собой вертикально-интегрированную региональную монополию, осуществляющую производство, передачу, распределение и сбыт электро- и тепловой энергии на территории республики Татарстан. Компания уже знакома рынку облигаций по своему дебютному займу, который был успешно погашен три месяца назад.

Бизнес-профиль Татэнерго достаточно крепок. Это одна из 4-х энергокомпаний, которую практически никак не затронул процесс реформирования российской электроэнергетики. В то время как практически по всей стране генерацию и сбыт на уровне владения отделили от распределения, в Татарстане «особый статус» позволил обойтись лишь выделением различных бизнесов Татэнерго в отдельные юридические лица. Де-факто вертикально-интегрированная структура никуда не исчезла. Таким образом, для «потенциально-

конкурентных» сегментов бизнеса Татэнерго – генерации и сбыта – угроза конкурентного давления фактически отсутствует.

Следует отметить, что, даже если бы такая угроза существовала, это не оказало бы «критического» влияния на кредитный профиль Татэнерго, т.к. тарифы Татэнерго являются вполне конкурентоспособными. Это подтверждается тем, что компания продает значительную часть электроэнергии на оптовый рынок. Кстати, практически все генерирующие мощности Татэнерго работают на природном газе.

Собственником компании является Правительство Татарстана (Ва1/ВВ-/ВВВ-), которому напрямую и через ОАО «Связьинвестнефтехим» принадлежит 100% акций Татэнерго. Мы рассматриваем это как еще один позитивный фактор кредитного профиля компании, тем более что региональная администрация участвует в установлении тарифов для Татэнерго. Мы полагаем, что в будущем вероятный рост цен на газ будет учтен в тарифах компании.

Финансовый профиль Татэнерго тоже выглядит весьма устойчиво. Компания демонстрирует неплохую для сектора операционную рентабельность, имеет низкую долговую нагрузку, а инвестиционные аппетиты Татэнерго весьма скромны. Заявленные в меморандуме к размещению капвложения на 2008-2009 г., по нашим оценкам, не приведут к существенному росту долговой нагрузки, т.к. будут в основном профинансированы за счет операционного денежного потока.

Ключевые кредитные риски Татэнерго мы связываем с возможными неблагоприятными изменениями в тарифном регулировании, низкой диверсификацией мощностей по типам потребляемого топлива, высокой степенью износа основных фондов и отсутствием отчетности по МСФО. Однако, эти риски не кажутся нам существенными.

Организаторы выпуска облигаций Татэнерго ориентируют инвесторов на размер купона на уровне 9.25-9.50%. Возможно, они ориентируются на доходность облигаций схожей по кредитному профилю компании Башкирэнерго (9.3%). Нам все-таки кажется, что в текущей рыночной конъюнктуре любой корпоративный выпуск 2-го эшелона, не имеющий шансов на попадание в список репо ЦБ, должен предлагать доходность не ниже 10.5%.

Ключевые финансовые показатели Генерирующей компании (Татэнерго), консолидированная управленческая отчетность

Млн. руб.	2006 г.	2007 г.
Выручка	32 895	44 196
ЕБИТДА	3 643	7 312
Чистая прибыль	371	3 613
Долг	2 144	1 546
Чистый долг	72.2	(3 172)
Собственный капитал	24 680	28 254
Ключевые показатели		
Рентабельность ЕБИТДА (%)	11.1%	16.5%
Долг/ЕБИТДА (x)	0.6	0.2
Чистый Долг/ЕБИТДА (x)	0.008	n/a
Долг/Собственный капитал (x)	0.09	0.05

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

Кредит Европа Банк (Ва1): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа Кредит Европа Банка (ранее ФинансБанк) объемом 4 млрд. руб. с офертой через полтора года.

Кредит Европа – универсальный частный коммерческий банк. По итогам 1 квартала 2008 г., банк занял 46 место в России по размеру чистых активов (RBC Rating). Филиальная сеть КЕБа состоит из 73

представительств в 27 городах на территории Российской Федерации. Основными направлениями бизнеса банка являются потребительское (60.5% кредитного портфеля на 01.04.08 г.) и корпоративное кредитование (39.5%). Банк контролируется группой ФИБА, владеющей и управляющей восемью банками в Европе. Ранее ключевым активом группы был турецкий Финансбанк, удачно проданный около года назад за 5 млрд. долл. Насколько мы понимаем, сейчас российская «дочка» – самый крупный финансовый проект ФИБА.

Банк растет достаточно быстрыми темпами – даже в «тяжелом» 2007 г. его активы почти удвоились. Насколько мы понимаем, ключевым (но не единственным) источником фондирования для КЕБа служит материнская группа, которая осуществляет регулярные вливания в капитал и предоставляет банку кредиты.

К сожалению, мы не нашли отчетность банка по МСФО за 2007 г., поэтому не можем в деталях обсудить финансовый профиль КЕБа. Мы лишь отмечаем вполне удовлетворительные показатели адекватности капитала («Капитал/Активы» 13%), высокий уровень рентабельности, а также неплохое для сегмента потребкредитования качество активов (просрочка около 6% по РСБУ).

Нас несколько смущает агрессивный «прайсинг» нового выпуска КЕБа, купон по которому, согласно ориентирам организаторов, составит от 8.75% до 9.25%. В принципе, КЕБ/Финансбанк известен достаточно «жестким» размещением своих облигаций. Мы не очень понимаем, в чем заключается столь принципиальное отличие КЕБа от других «дочек» иностранных финансовых групп – Хоум Кредита (Ва3/В+) или тем более Русфинансбанка (Ваа2). Облигации этих банков сейчас можно найти с доходностью 10.5-11.0%. Кредитный профиль и КЕБа, и ХКФБ, и Русфинансбанка основан на поддержке материнской группы. Мы не уверены, что стоит так сильно переплачивать за меньший (пока) объем предложения облигаций от КЕБа. Нас также смущает, что у КЕБа есть публичный рейтинг лишь от Moody's. Так часто бывает, когда заемщик не хочет публиковать более низкие оценки от других рейтинговых агентств.

Ключевые финансовые показатели Кредит Европа банка

млн. руб.	2005 г. МСФО	2006 г. МСФО	2006 г. РСБУ	2007 г. РСБУ	1К2008 г. РСБУ
Процентные доходы	1 476	3 287	н.д.	н.д.	н.д.
Процентные расходы	424	1 055	н.д.	н.д.	н.д.
Чистый процентный доход	1 052	2 232	н.д.	н.д.	н.д.
Чистый комиссионный доход	245	323	н.д.	н.д.	н.д.
Операционные расходы	722	1 528	н.д.	н.д.	н.д.
Чистая прибыль/убыток	169	194	(51)	839	936
Собственный капитал	1 162	2 744	3 136	7 361	8 492
Ссудный портфель	11 998	23 571	24 954	38 128	40 494
Активы	14 180	28 421	27 627	54 468	65 627
Основные коэффициенты					
Чистая процентная маржа	12.8%	11.4%	н.д.	н.д.	н.д.
Рентабельность собственного капитала	21.8%	9.9%	-	15.9%	47.2%
Рентабельность активов	1.8%	0.9%	-	2%	6.2%
Собственный капитал/ Активы	0.08	0.1	0.11	0.13	0.13

Источник: Кредит Европа банк, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.