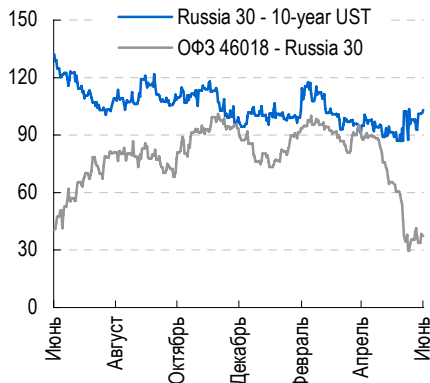
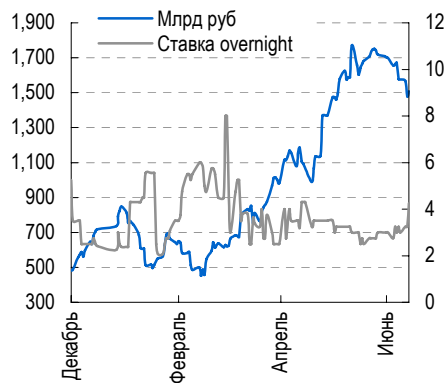


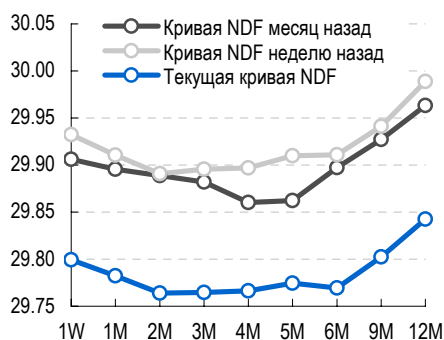
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

27 июня	Размещение руб.обл. Газэнергосеть-1
27 июня	Размещение руб.обл. Альянс-фин-1
27 июня	Размещение руб.обл. Автомир-2
27 июня	Размещение руб.обл. СамарОбл-4
27 июня	Статистика по Durable goods
28 июня	Статистика по ВВП США за 1-й кв.
28 июня	Заседание ФРС по ставке
29 июня	Дефлятор ВВП в США

Рынок еврооблигаций

- **UST** на месте под действием разнонаправленных сил. **EM** продолжают расширять спрэды. Об успешном дебюте **Восточного Экспресса**. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Укрепление рубля – поводов для покупки не больше, чем для фиксации прибыли.
- Размещения: **ДиПОС, Мособлгаз, Автомир, Альянс, Самарская область** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Вкратце: IFC (Aaa/AAA) планирует приобрести 3.6% акций Куйбышевазота (NR) за USD15 млн.** (Источник: Интерфакс). Несмотря на небольшой объем сделки, мы полагаем, что для кредиторов компании это заметная позитивная новость. Присутствие в капитале Куйбышевазота такой организации как IFC должно со временем обеспечить более высокий уровень прозрачности компании, а также упростить доступ к рынкам капитала. На наш взгляд, есть еще несколько причин обратить внимание на рублевый выпуск Куйбышевазота (8.8%). Во-первых, на фоне улучшения конъюнктуры рынка в 1-м квартале 2007 г., компания продемонстрировала рост рентабельности (ЕБИТДА margin около 18%) и снижение показателя «Чистый долг/ЕБИТДА annualized» (1.9x) после достаточно слабого 2006 г. (ЕБИТДА margin 9.6%, «Чистый долг/ЕБИТДА» 4.3x). Во-вторых, в последнее время усиливаются слухи об интересе Газпрома к консолидации российских нефтехимических предприятий.

- **Вкратце: Группа компаний ЛенСпецСМУ (S&P В/Стабильный) опубликовала аудированную консолидированную отчетность по МСФО за 2006 г.** Выручка компании за отчетный период выросла на 14% (в рублях), показатель ЕБИТДА margin составил 9.4% (против 9.9% в 2005 г.). Долговая нагрузка ЛенСпецСМУ увеличилась в терминах «Долг/ЕБИТДА» (с 2.8x до 3.6x), однако при этом снизилась в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» (с 2.4x до 0.5x). На конец 2006 г. компания имела значительный объем денежных средств на банковских депозитах (почти 2 млрд. руб.). На первый взгляд, не вполне понятно, для чего компании необходимо поддерживать столь высокий уровень ликвидности. Так или иначе, на начало 2007 г. кредитный профиль группы ЛенСпецСМУ выглядел достаточно крепко. Отдельно хочется отметить сам факт публикации отчетности по МСФО российской строительной компанией менее чем через 6 мес. после окончания отчетного периода. Спрэд в 60-70бп, сложившийся между рублевыми и долларовыми выпусками ЛенСпецСМУ и Миракс (B2/NR/B), кажется нам неоправданно широким.

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	168	+2	+16	-1
EMBI+ Russia Spread, бп	98	-3	+10	+2
Russia 30 Yield, %	6.10	0	+0.32	+0.45
ОФЗ 46018 Yield, %	6.47	-0.01	+0.04	-0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	449.4	+34.5	-6.2	-216.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1057.8	-6.4	-143.9	+943.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	43.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.46	-0.3	-	-
RUB/Бивалютная корзина	29.79	-0.14	-0.13	+0.11
Нефть (брент), USD/барр.	70.2	-1.2	-0.5	+9.5
Индекс РТС	1897	+22	+102	-13

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Никаких ценовых изменений на рынке **US Treasuries** по итогам вчерашнего дня не произошло. **10-летние бумаги** остались на отметке 5.08%. С одной стороны, в США вышла достаточно слабая статистика по рынку жилья и потребительским настроениям, рынок акций снова закрылся в минусе, а доразмещение **2-летних UST** на USD18 млрд. прошло достаточно успешно. Все это должно было способствовать покупкам UST. С другой стороны, в преддверии пятничного заседания **FOMC** некоторые участники рынка, видимо, предпочли зафиксировать прибыль после двухдневного ралли.

Котировки индикативных облигаций **Emerging Markets** вчера продолжили снижение. Спрэд **EMBI+** расширился до 168бп (+2бп). Наиболее активно инвесторы сокращали позиции в волатильных облигациях стран Латинской Америки – выпуски **VENZ 34** (YTM 8.54%), **ARGENT 33** (YTM 8.49%), **ECUBO 30** (YTM 11.70%) потеряли в цене примерно 1.5 п.п.

Торговая активность в сегменте российских еврооблигаций вчера была практически нулевой. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.10%) весь день торговался около отметки 110.0 п.п., сохраняя спрэд к UST на уровне 100бп. В корпоративном секторе, мы обратили внимание лишь на неагрессивный спрос в выпуске **RSHB 17** (+3/16; YTM 7.48%) на фоне новостей о пересмотре агентством Moody's прогноза рейтинга Россельхозбанка.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера завершилось размещение 2-летних рублевых еврооблигаций банка **Восточный Экспресс (В3)**. Дебют банка на международном рынке капитала удался – окончательный объем размещения составил 5.4 млрд. рублей (изначально планировалось 3-5 млрд.), а доходность сложилось на уровне 9.875% (первоначальный price-talk был обозначен на уровне 10.0%). По нашим сведениям, спрос превысил предложение более чем в 3 раза. Спрэд к более длинному выпуску рублевых облигаций **URSAP 10** (YTM 7.99%) составил около 190бп. Учитывая высокую вероятность объединения Восточного Экспресса и УРСА Банка, а также наличие опционов «пут», защищающих инвесторов от рисков, связанных с задержкой объединения, мы считаем, что выпуск Восточного Экспресса весьма привлекателен как способ взять риск УРСА Банка в «хорошем приближении». Вчера мы видели котировки bid на размещенный **OREXP 09** на уровне 100.40. Насколько мы понимаем, одновременно Восточный Экспресс разместил небольшой выпуск субординированных еврооблигаций в долларах (USD43 млн., структура 10пс5, купон 11.00%).

Из других новостей первичного рынка – **Транскапиталбанк (В1/Позитивный)** объявил о намерении разместить субординированный выпуск в USD, а **КрасЭйр** озвучила планы по выпуску рублевых CLN.

Рынок рублевых облигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Банк России вчера укрепил рубль к бивалютной корзине примерно на 13-14 коп., т.е. на 0.6%. В краткосрочном плане это привело к росту ставок CSS/NDF на срок до 3-х лет, т.к. многие инвесторы закрывали свои позиции в NDF, открытые в расчете на укрепление рубля. На этом фоне инвесторы достаточно активно продавали средне- и краткосрочные ОФЗ – лидерами по объемам торгов стали выпуски **ОФЗ 25058** (YTM 5.43%) и **ОФЗ 25059** (YTM 6.07%), на них пришлась примерно половина всего оборота на в секции ГЦБ. Интересно, что по состоянию на сегодняшнее утро ставки NDF даже опустились на несколько пунктов по сравнению с понедельником.

В корпоративном сегменте инвесторы достаточно эмоционально отреагировали на новость об укреплении рубля – по широкому спектру бумаг первого эшелона котировки выросли примерно на 30-35бп.

На наш взгляд, укрепление номинального курса рубля может иметь как позитивные, так и негативные последствия для рублевых облигаций. С одной стороны, поведение ЦБ свидетельствует о том, что под давлением притока капитала денежные власти пока не могут справиться с инфляцией без укрепления рубля. С другой стороны, сам факт движения курса национальной валюты может провоцировать фиксацию прибыли и ослабление ожиданий дальнейшего укрепления рубля. В данной ситуации укрепление было незначительным, поэтому ожидания продолжения тенденции сохранились. Однако, если бы ЦБ позволил рублю укрепиться, скажем, на 30-50 копеек, мы могли бы увидеть резкий рост ставок NDF и массивный выход нерезидентов из рублевых облигаций.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ходе размещения облигаций металлотрейдера **ДиПОС-1** ставка купона была установлена в размере 10.60% (YTM 10.88%), это в целом соответствует нашей оценке справедливой доходности (10.60-10.80%).

Удивили результаты аукциона по выпуску **Мособлгаз-финанс-2** – ставка купона была зафиксирована в размере 9.25% (YTM 9.46%), это заметно выше наших оценок (8.75-8.85%). Спрэд к кривой Московской области (МО), таким образом, составил около 265-270бп. Похоже, что инвесторы предпочли ориентироваться не на спрэд первого выпуска облигаций ГУП Мособлгаз (200бп к МО), а на спрэды других выпусков «дочек» МО. Так, например, выпуски МОИТК сейчас торгуются со спрэдами 280-290бп к кривой доходности МО.

Сегодня состоится размещение рублевого выпуска **Альянс-финанс-1** с поручительством казахстанского Альянс-Банка (Ba2/NR/BB-). Объем составит 3 млрд. рублей, предусмотрена 3-летняя оферта. Еврооблигации банка с погашением в 2010-2011гг. торгуются со спрэдом к свопам на уровне 310-315бп. Исходя из этого, справедливая доходность рублевого выпуска, на наш взгляд, составляет 9.25-9.30%.

Сегодня также состоится аукцион по размещению облигаций **Автомир-2** с 2-летней офертой. На рынке сейчас обращается очень короткий первый выпуск, исторически его спрэд к свопам составлял 600-625бп, но вряд ли это является показательным по причине невысокой ликвидности выпуска. Мы не видим принципиальных различий в кредитоспособности Автомира и Инком-Авто, поэтому предполагаем, что Автомир разместится близко к новому выпуску Инком-Авто (11.46%, 2 года). Вместе с тем, мы считаем облигации авторитейлеров относительно недооцененными по сравнению с выпусками представителей других сегментов розницы и размещенным недавно выпуском еврооблигаций автодилера Рольф (8.25% на 3 года в USD, рейтинги Ba3/BB-). Более подробно наше мнение о рисках авторитейла см. в нашем комментарии к размещению Инком-Авто от 15 июня.

Сегодня состоится размещение выпуска **Самарская область-4** (5 млрд. рублей, 5 лет). На рынке сейчас торгуются два выпуска области, их спрэд к ОФЗ составляет примерно 90-100бп. Исходя из этого, справедливую доходность нового выпуска мы оцениваем на уровне 7.10-7.15%. Напомним, что выпуск **Самарская область-3** (YTM 7.02%) находится в котировальном списке А1. Новый выпуск также имеет хорошие шансы попасть в этот список.



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.