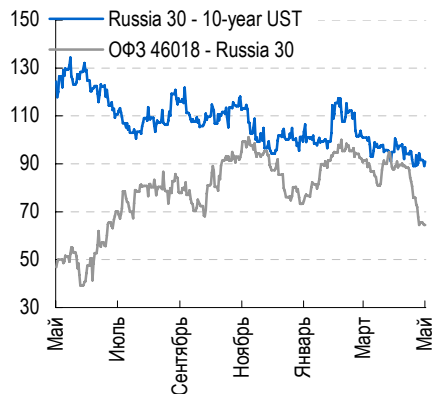
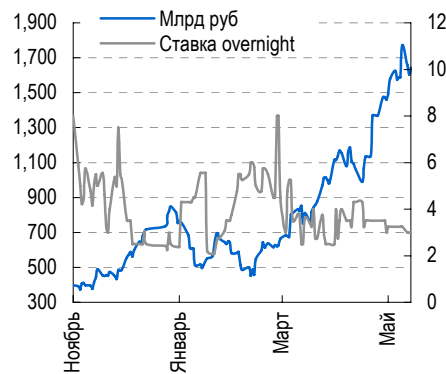


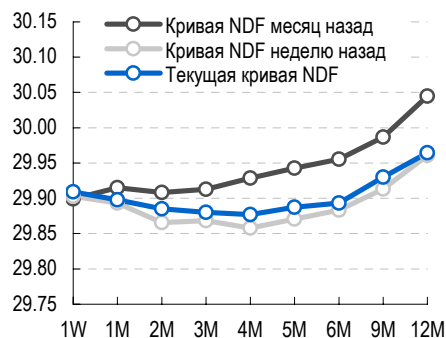
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

| | |
|--------|--------------------------------------|
| 30 мая | Размещение руб.обл. Банк ЖилФинанс-2 |
| 30 мая | Размещение руб.обл. Металлсервис-1 |
| 30 мая | Размещение руб.обл. ДельтаКредит-2 |
| 31 мая | Публикация стенограммы заседания ФРС |
| 1 июня | Публикация Nonfarm Payrolls |
| 1 июня | Публикация PCE Core |
| 5 июня | Размещение руб.обл. Рубеж Плюс-1 |
| 5 июня | Размещение руб.обл. Махеев-1 |

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** продолжают медленно расти. В сегменте CLN скоро появятся два новых эмитента – **Комтех** и **СЕВЕРСТАЛЬТРАНС** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Спрос в **АИЖК**, успешные первичные размещения. О справедливой ставке по новому выпуску облигаций **Банка ДельтаКредит** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Металлсервис (NR)**: комментарий к размещению (стр.3).
- Вкратце: Казаньоргсинтез (NR/B-B) и Газпром (A3/BVB/BVB-)** активизировали переговоры о возобновлении сотрудничества. Компании создадут рабочую группу, которая рассмотрит перспективы долгосрочного сотрудничества. О заинтересованности в долгосрочном партнерстве с Татарстаном в области нефтехимии по итогам встречи с президентом Республики заявил глава Газпрома А. Миллер (Источник: Интерфакс). Мы полагаем, что эти новости увеличивают шансы на благополучное разрешение конфликта между двумя компаниями. Затягивание конфликта могло бы негативно сказаться на объемах производства и финансовых результатах КОСа. Теоретически, нельзя исключать, что Газпром в будущем получит контроль над КОСом, как это было с Салават-нефтеоргсинтезом в соседнем Башкортостане. Еврооблигации **KZOSRU 11** (8.89%; Z-свопы+363бп) практически не реагируют на поступающие новости. Мы считаем этот выпуск достаточно интересным. Его спрэд к облигациям «старшего брата» – НКНХ (NKNCRU 15_12) – составляет около 80бп (цель – около 50бп).
- Вкратце: Розничная сеть Х5 (B1/BV-)** показала сильные финансовые результаты по итогам 1 квартала 2007 г. Выручка компании за январь-март составила USD1.1 млрд. (+45% к аналогичному периоду 2006 г.), а показатель EBITDA margin вырос на 0.5пп до 9.7%. Данных о долговой нагрузке не сообщается. Мы считаем, что новости не окажут влияния на котировки облигаций компании. Выпуск Пятерочка-1 (8.07%) малоликвиден. Облигации Пятерочка-2 (8.00%) за последние два месяца снизились в доходности на 35бп. По-прежнему сохраняется неопределенность относительно планов Х5 по размещению зарегистрированных рублевых займов на 25 млрд. руб.
- Вкратце:** Отвечая на вопрос, готовы ли власти пойти на дополнительное укрепление рубля в связи с мощным притоком капитала, глава Минфина А.Кудрин ответил: «В тех параметрах, в которых меняется курс, он не вызывает серьезных опасений. В этой дилемме инфляцию нужно ставить на первое место» (Рейтер). Судя по изменению кривой валютных форвардов, ожидания укрепления рубля в последние недели резко усилились.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

| | Закрытие | Изменение | | |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
| | | 1 день | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, % | 4.88 | +0.02 | +0.19 | +0.18 |
| EMBI+ Spread, бп | 153 | +1 | -4 | -16 |
| EMBI+ Russia Spread, бп | 88 | 0 | -6 | -8 |
| Russia 30 Yield, % | 5.78 | +0.01 | +0.14 | +0.13 |
| ОФЗ 46018 Yield, % | 6.42 | 0 | -0.10 | -0.10 |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 450.4 | +23.0 | -1.4 | -215.7 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 1192.4 | +16.4 | +576.7 | +1077.7 |
| Сальдо ЦБ, млрд руб. | 68.9 | - | - | - |
| MOSPRIME O/N RUB, % | 3.33 | -0.05 | - | - |
| RUB/Бивалютная корзина | 29.91 | -0.01 | 0 | +0.23 |
| Нефть (брент), USD/барр. | 68.1 | -2.6 | +0.4 | +7.4 |
| Индекс РТС | 1738 | -32 | -198 | -172 |

Рынок еврооблигаций

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

Доходность US Treasuries вчера выросла вдоль всей кривой. По итогам дня **10-летние UST** достигли уровня 4.88% (+26п). Причиной стала статистика из Европы: вчера в Германии был опубликован высокий CPI, а выступления членов ЕЦБ подтвердили опасения инвесторов по поводу увеличения ставки рефинансирования в евро до 4.25% и выше. Доходности **BUNDS** вчера выросли, достигнув рекордных значений (4.40% для 10-летней бумаги). Сначала рынок отреагировал на это ростом курса евро. Однако затем курс евро скорректировался вниз, и расти начали доходности UST. Аукцион по 2-летним UST, прошедший вчера, также не прибавил оптимизма участникам рынка. Спрос был значительно ниже среднего значения за последние полгода.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился на 26п до 1536п. Облигации **Emerging Markets** в основном повторяли движения американского рынка. «Хуже рынка» вели себя выпуски Венесуэлы – **VENZ 34** (YTM 7.84%) потерял в цене более 1.5п.п. На новостях о некоторой стабилизации политической обстановки в Украине на ¼ выросли котировки **UKRAIN 13** (YTM 5.92%).

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.78%) по-прежнему торгуется со спрэдом около 90-926п к UST. В «корпоративках» активность минимальна. В казахстанском сегменте продолжаются продажи в выпусках **NURBANK 08** (YTM 11.24%) и **NURBANK 11** (YTM 11.44%) на новостях о политическом преследовании контролирующего акционера банка Рахата Алиева – «опального» зятя президента Казахстана.

На первичном рынке появилась информация о скором дебюте в сегменте CLN двух новых эмитентов. Речь идет о металлотрейдере **Комтех** (В-) и крупнейшей российской частной транспортной компании **СЕВЕРСТАЛЬТРАНС (NR)**. Информации об объемах, сроках и предполагаемых купонах пока нет.

Рынок рублевых облигаций

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

Вчерашний день не принес каких-либо значимых изменений на рынок рублевых облигаций. Котировки ОФЗ практически не изменились при достаточно низкой активности торгов. В корпоративном сегменте заметным спросом пользовались облигации **АИЖК**, в частности, выпуски **АИЖК-5** (+76п; YTM 7.28%), **АИЖК-7** (+156п; YTM 7.35%), **АИЖК-8** (+176п; YTM 7.33%) и **АИЖК-9** (+106п; YTM 7.36%). Это разумно, ведь АИЖК остается условно-недооцененным эмитентом в первом эшелоне. Спрэд длинных облигаций ипотечного агентства к ОФЗ вплотную приблизился к 1006п. На наш взгляд, в случае получения АИЖК кредитных рейтингов возможно дальнейшее сокращение спрэдов. Сохраняется интерес к облигациям **КОКС-2** (+196п; YTP 8.42%). А вот в более коротком выпуске **КОКС-1** (-106п; YTM 8.42%) кто-то из держателей решил зафиксировать прибыль. На наш взгляд, на фоне 2-го выпуска 1-й выглядит достаточно привлекательно и имеет потенциал снижения доходности на 10-156п.

Первичные размещения проходят очень успешно. Ставка купона по облигациям **АВТОВАЗ-4** была установлена в размере 7.80% (YTP 7.95%), что в целом соответствует нашим представлениям о справедливой доходности за 2-летний риск компании. «На форварде» мы видели интерес к покупке нового выпуска по цене 100.30 (YTP 7.78%; Z-свопы 2096п). На наш взгляд, на этих уровнях облигации АВТОВАЗа выглядят достаточно дорого, во всяком случае по сравнению с более коротким **CLN AVAZRU 08** (7.73%; Z-свопы+2316п). После окончания размещения дебютного выпуска компании Атомстройэкспорт (**АСЭ-Финанс-1** (купон 7.75%)), его форвардные котировки выросли до 100.1-100.4 (YTP 7.76%), что, на наш взгляд, представляется чрезмерно агрессивным уровнем (справедливую доходность мы оцениваем в диапазоне 8.20-8.40%, см. вчерашний комментарий).

Результаты аукциона по облигациям **Пермьэнерго-1** соответствовали нашим ожиданиям – ставка купона составила 8.15% (YTP 8.32%). Выпуск **Свободный Сокол-3** был размещен с купоном 11.57% (YTP 11.91%, мы оценивали справедливую доходность на более высоком уровне).

Сегодня пройдет размещение выпуска с плавающей купонной ставкой **ДельтаКредит-2** (2 млрд. рублей, погашение через 3 года). Равно как и по первому выпуску банка, по нему предусмотрена гарантия материнской группы **Societe Generale** (AA/A2/AA). Облигации **ДельтаКредит-1** (с фиксированной ставкой) сейчас торгуются на уровне 6.70%, что соответствует спреду к рублевым IRS (обмен MosPRIME на фиксированную ставку) на уровне 40-45бп. Мы полагаем, что выпуск ДельтаКредит-2 должен предложить небольшую премию (15-20бп) за «непривычность» инструмента и обусловленную этим невысокую ликвидность, а также за ковенанту, ограничивающую купон на уровне 8.50%. Таким образом, справедливую доходность мы оцениваем на уровне MosPRIME+55-65бп.

Металлсервис(NR): комментарий перед размещением

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы Металлсервис объемом 1.5 млрд. рублей с офертой через год и погашением через 5 лет. Эмитентом выступает SPV - ООО «Металлсервис-Финанс» при поручительстве основной операционной компании группы – ОАО «Металлсервис».

Группа Металлсервис занимается металлотрейдингом – закупкой крупных партий металла у российских и зарубежных металлургических предприятий, хранением, обработкой и последующей перепродажей конечным потребителям. Основным регионом присутствия компании являются Москва и Московская область (70% выручки в 2006 г.). С 2005 г. Металлсервис активно развивает региональную сбытовую сеть. Конечными бенефициарами группы выступают ее основатели/менеджеры.

Характерными особенностями бизнес-профиля металлотрейдеров является высокий уровень конкуренции, ограничивающий маржу, а также значительные потребности в оборотном капитале (крупные меткомбинаты обычно не предоставляют товарных кредитов). Более высокой рентабельности по сравнению с конкурентами можно добиться за счет эффекта масштаба, более грамотной логистики, присутствия в более «горячих» с точки зрения спроса на металл регионах и предоставления дополнительных услуг.

На рынке в настоящее время уже представлены такие компании-металлотрейдеры, как Инпром и СПК. Еще один трейдер – Компания Комтех – в преддверии выпуска CLN также раскрыла информацию о себе. Сравнительные данные по финансовым результатам и долговой нагрузке этих компаний представлены в таблице.

Ключевые финансовые показатели компаний Металлсервис, СПК, Комтех и Инпром за 2006 г.

| млн. руб. | Металлсервис РСБУ | СПК РСБУ | Комтех МСФО | Инпром МСФО |
|-----------------------------|----------------------|-------------|----------------|----------------|
| Выручка | 13 946 | 20 377 | 19 468 | 12 046 |
| ЕБИТДА | 754 | 770 | 954 | 724 |
| Долг | 3 327 | 1 820 | 761 | 5 600 |
| Ключевые показатели | | | | |
| ЕБИТДА margin (%) | 5.4% | 3.8% | 4.9% | 6% |
| Долг/ ЕБИТДА annualized (x) | 4.4 | 2.4 | 0.8 | 7.7 |

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка

С точки зрения оборотов Металлсервис уступает компаниям СПК и Комтех, при этом он демонстрирует сравнительно высокий уровень рентабельности (вероятно, за счет сильных позиций в Московском регионе) и достаточно высокую долговую нагрузку. Последнее отчасти компенсируется наличием у Металлсервиса крупного портфеля недвижимости (55 зданий и строений, земельные участки), рыночная стоимость которых, по оценке независимого аудитора, составляет около 4.4 млрд. руб., что превышает объем долга на начало 2006 г. Долг также частично «балансируется» большими запасами «условно-ликвидной» готовой продукции.

При определении справедливой доходности разумнее ориентироваться на займ компании СПК, размещенный вчера с доходностью 10.46% к полугодовой оферте. Доходность облигаций корпорации Инпром (около 9.00%) несколько занижена из-за их присутствия в списке А1. Справедливую доходность по выпуску Металлсервиса к годовой оферте мы оцениваем на уровне 10.25-10.75%.



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.