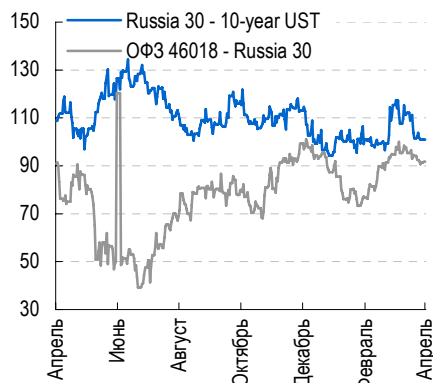


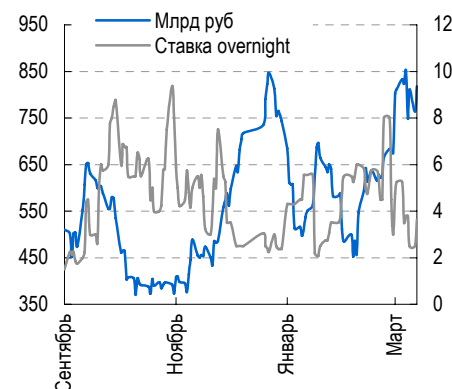
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 3 апреля 2007 г.

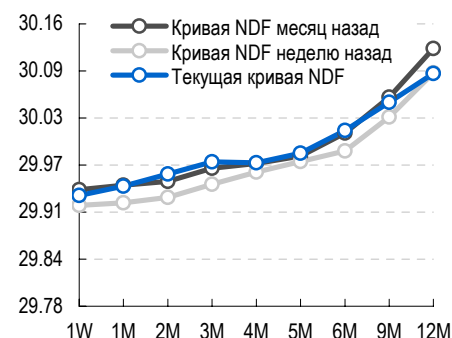
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 апр	Размещение руб.обл. ЯрОбл-34007
3 апр	Размещение руб.обл. Севкабель-3
3 апр	Размещение руб.обл. Амазонит-1
4 апр	Размещение руб.обл. АСПЭК-1
4 апр	Статистика по безработице в США
4 апр	Размещение руб.обл. Банк Зенит-4
4 апр	Размещение руб.обл. Маир-3
5 апр	Размещение руб.обл. Паркет-Холл-1

Рынок еврооблигаций

- Все стабильно и спокойно, за исключением, пожалуй, украинского сегмента (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Размещение **Магнита** – не повод покупать **X5**. Интересны облигации **Дикой Орхидеи**. **Зенит-3** лучше, чем **Зенит-2**, но хуже, чем **ZENIT 2009** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **МАИР (NR):** комментарий к завтрашнему размещению.
- **Вкратце: Северсталь (B1/BB-/BB-) опубликовала неплохие консолидированные результаты по МСФО за 2006 г.** Выручка увеличилась на 19% до USD12.4 млрд., операционная рентабельность чуть снизилась по сравнению с 2005 г. (EBITDA margin 24% против 27%) на фоне более слабых результатов в горнодобывающем сегменте, а также консолидации менее рентабельных зарубежных активов (Lucchini). Показатели долговой нагрузки выглядят очень консервативно – соотношение Долг/EBITDA составляет около 1х, однако при этом чистая задолженность Северстали близка к нулю. Объем денежных средств с учетом депозитов и ликвидных ценных бумаг на балансе компании на конец 2006 г. составил почти USD3 млрд. Это сигнализирует о том, что Северсталь продолжает активно искать возможности для новых сделок M&A. Именно аппетит к поглощениям рейтинговые агентства считают ключевым риском кредитного профиля Северстали. На наш взгляд, действительно крупные сделки компания будет финансировать в основном за счет акционерного капитала, поэтому мы относимся к стратегии Северстали нейтрально. Еврооблигации **CHMFU 09** и **CHMFU 14**, на наш взгляд, не имеют заметного потенциала сужения спредов.
- **Вкратце: По оценкам ЦБ, инфляция в России в марте составила 0.7%** (Источник: Прайм-Тасс со ссылкой на А.Улюкаева). Таким образом, инфляция за январь-февраль составила 3.5%, что на 1.5пп ниже, чем за аналогичный период 2006 г. Цифры свидетельствуют об успехах денежных властей в борьбе с инфляцией, ослабляя ожидания в отношении номинального укрепления рубля.
- **Вкратце: УРСИ (BB-/NR/B+) стал очередным телекомом Связьинвеста,** сообщившим о слабых результатах по РСБУ за 4-й квартал 2006 г. За этот период компания получила чистый убыток. Насколько мы понимаем, как и в случае с другими телекоммуникациями, речь идет о единовременных выплатах в связи с сокращением персонала, т.е. в перспективе эти меры должны привести к росту операционной рентабельности компании.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.64	-0.01	+0.14	-0.06
EMBI+ Spread, бп	166	0	-25	-3
EMBI+ Russia Spread, бп	99	0	-15	+3
Russia 30 Yield, %	5.65	-0.01	0	0
ОФЗ 46018 Yield, %	6.57	0	-0.03	+0.05
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	475.6	-42.2	-19.1	-190.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	342.6	+96.8	+290.2	+227.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	1.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.33	-0.80	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	-0.01	-0.01	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	68.7	+0.6	+6.6	+8.0
Индекс РТС	1928	-8	+132	+18

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Опубликованные вчера «смешанные» данные по экономике в США не оказали заметного влияния на котировки US Treasuries. Вечером выступил один из членов ФРС, **У.Пул**, который в очередной раз упомянул об инфляционных рисках. Однако, рынок проигнорировал и это. По итогам дня доходность **10-летних UST** осталась на уровне 4.64%. Сегодня в США выйдет статистика по рынку недвижимости.

В секторе **Emerging Markets** активности крайне мало. Спрэд **EMBI+** вчера не изменился (166бп). Возможно, инвесторы ждут результатов размещения еврооблигаций **PDVSA** (BB-, государственная нефтяная компания Венесуэлы) или статистики по рынку труда США. Кроме того, во многих латиноамериканских странах текущая неделя – короткая (в связи с Пасхой).

Выпуск **Russia 30** (YTM 5.65%) по-прежнему торгуется на уровне 113 ½ - 113 9/16 (101-102бп к UST). Котировки за вчерашний день не изменились, равно как и спрэд EMBI+ Russia (99 бп). В государственных облигациях **Ukraine 16** (YTM 6.38%) мы видели небольшое снижение котировок (-1/8). Сегодня продажи могут усилиться в связи с обострением политического кризиса и объявленным роспуском Верховной Рады.

На первичный рынок выходит дебютный выпуск FRN **VTB Europe** (Baa2/BBB, бывший Московский Народный Банк). Ориентиры по 2-летнему выпуску – 3mLIBOR + 70-75 бп. Для сравнения? **MOSNAR 09** FRN с погашением в октябре 2009 г. сейчас торгуется с доходностью 3mLIBOR+75 бп.

Рынок рублевых облигаций

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

На рынке рублевых облигаций вчера не произошло ничего примечательного. Активность участников чуть снизилась. Несмотря на по-прежнему благоприятную ситуацию на денежном рынке, инвесторы, вероятно, решили взять паузу после достаточно продолжительного роста котировок.

Котировки ОФЗ и выпусков первого эшелона вчера практически не изменились. Среди облигаций второго эшелона спросом пользовались выпуски **АвтоВАЗ-3** (+86бп; YTP 6.61%), **МОЭСК-1** (+26бп; YTM 7.95%) и **Пятерочка-2** (+126бп; YTM 8.35%). Насколько мы понимаем, интерес ко 2-му выпуску Пятерочки был спровоцирован успехом размещения облигаций **Магнит-2** (которые, кстати, выходят сегодня на вторичные торги). Принимая во внимание навес новых размещений от Х5, мы бы рекомендовали воздержаться от покупок этих «лидеров продуктовой розницы» и сместить интерес в более доходные выпуски представителей этого сегмента. Так, например, облигации Марты и Матрицы торгуются с доходностью более 20% годовых. Спрэд этих выпусков к «лидерам», на наш взгляд, слишком широк, учитывая действие такого фактора? как высокий аппетит к поглощениям в секторе и оценки стоимости розничных компаний на уровне EV/EBITDA 10х и выше. Мы продолжаем считать, что небольшие и фундаментально слабые представители продуктовой розницы рано или поздно будут вовлечены в сделки по слияниям/поглощениям с позитивными «кредитными» последствиями. Для менее агрессивных инвесторов, психологически не готовых заходить в выпуски с доходностью более 20%, мы рекомендуем облигации **АЛПИ-1** (YTP 11.09%), **Виктория-1** (YTM 10.70%), **Монетка-1** (YTP 12.79%), **Патэрсон-1** (YTP 10.34%), **ДИКСИ** (YTM 11.50%).

Примерно на 20бп вчера выросли котировки облигаций **РусьБанк-1** (YTM 9.34%). Чуть более короткий **РусьБанк-2** торгуется с доходностью около 9.71%. В данном случае присутствие в списке А1 «оценивается» рынком почти в 40бп. Сохраняется диспропорция между **НПО Сатурн-1** (YTM 8.57%) и **НПО Сатурн-2** (YTP 8.43%). Напомним, что выпуски имеют одинаковую дюрацию.

Вчера были объявлены купоны по выпуску **Дикая Орхидея-1** (YTP 11.64%). Ставка купона на ближайшие полгода была установлена на уровне 10.7% (ранее 11.3%). Сейчас выпуск торгуется около номинала, таким образом, доходность к новой ofercie составляет около 11.16%. На наш взгляд, выпуск интересен, учитывая, что недавно компания привлекла в капитал около USD50 млн. от европейских фондов прямых инвестиций.

Появился уточненный price-talk по новому выпуску **Банк Зенит-4** (3 млрд. рублей, годовая оферта). Банк рассчитывает на купон 8.3-8.5%, что соответствует доходности на уровне 8.47%-8.68% (CCS+3256п). При этом выпуск **Банк Зенит-2** с погашением через 2 года торгуется с доходностью 8.53% (CCS+2706п) и выглядит совсем неинтересно. Однако, привлекательнее всего смотрится выпуск еврооблигаций банка – ZENIT 09 (8.65%; MS+3656п).

Помимо выпуска **Магнит-2** (YTM 8.33%), сегодня на вторичные торги выходят облигации **Ленэнерго-2** (YTM 8.66%) и **ТГК-6** (7.60%).

МАИР (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа компании МАИР объемом 2 млрд. руб. и сроком на 2 года. Эмитентом выступает SPV – ООО «МаирИнвест». Среди поручителей – две торговые и одна операционная компания группы.

МАИР представляет собой промышленную группу, основными бизнесами которой являются 1) сбор и переработка лома черных металлов и 2) производство чугуна, литой заготовки и железных порошков. Сбор и переработку лома осуществляют 15 компаний-вторметов, производственная база которых насчитывает 270 производственных площадок, в основном в России и в Украине. Основная часть площадок находится в собственности группы. Владелец компании является Виктор Макушин – Президент группы МАИР.

На наш взгляд, среди основных недостатков кредитного профиля компании – высокий уровень конкуренции на рынке лома, фрагментированность этого рынка и слабая степень вертикальной интеграции МАИРа, объясняющие низкую операционную рентабельность. Кроме того, для компании характерны достаточно высокая долговая нагрузка, а также низкий уровень финансовой прозрачности (аудированная консолидированная отчетность отсутствует, часть прибыли аккумулируется в оффшорной трейдинговой компании).

В то же время, мы полагаем, что МАИР имеет неплохие перспективы развития бизнеса. Во-первых, в ближайшие 2-3 года мы ожидаем роста внутреннего спроса на лом со стороны российских производителей в связи с очень большим объемом вводимых новых электросталеплавильных мощностей (основное сырье для которых – лом). Во-вторых, обладая обширной «розничной» сетью площадок по сбору лома и связанными с этим преимуществами, МАИР в перспективе может увеличить рыночную долю за счет постепенного вытеснения мелких игроков (и, соответственно, увеличить маржу). В-третьих, достаточно перспективным нам кажется проект МАИРа по модернизации Сулинского металлургического завода. С помощью сравнительно небольших инвестиций (около USD100-120 млн.) МАИР планирует превратить эту производственную площадку в полноценный металлургический завод мощностью выплавки стали более 1 млн. тонн. Это позволит МАИРу значительно увеличить степень интегрированности бизнеса и повысить рентабельность. В то же время, большие инвестиционные аппетиты не позволяют надеяться на снижение долговой нагрузки компании в ближайшие 2-3 года.

Мы предполагаем, что МАИР реализует более взвешенную финансовую политику по сравнению с МАКСИ-Групп (НСММЗ), поэтому считаем его более сильным заемщиком. Вместе с тем, МАИР, на наш взгляд, выглядит немного слабее компании Амурметалл. Справедливую доходность за кредитный риск МАИРа мы оцениваем на уровне 11.0%, что чуть ниже доходности обращающихся облигаций компании и ориентиров организаторов по новому выпуску (11.3-11.5%).

Ключевые консолидированные финансовые показатели ПГ МАИР			
Млн. руб.	2004	2005	2006
Выручка	20 519	19 381	17 909
Операционная прибыль	1 650	750	733
EBITDA	1 774	1015	974
Чистая прибыль	1 008	203	226
Финансовый долг	3 565	3 792	4 011
Собственный капитал	2 178	3 331	3 457
Активы	6 779	8 466	8 743
Ключевые показатели			
Рентабельность EBITDA (%)	8.6%	5.2%	5.4%
Рентабельность чистой прибыли (%)	4.9%	1.1%	1.3%
Финансовый долг/EBITDA (x)	2.0	3.7	4.1
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.6	1.1	1.2

Источник: управленческие данные компании, оценка МДМ-Банка



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
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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 Лавракс	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

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.