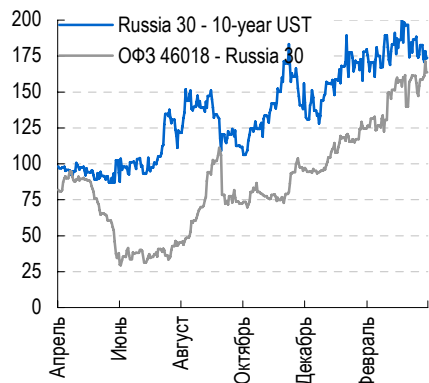


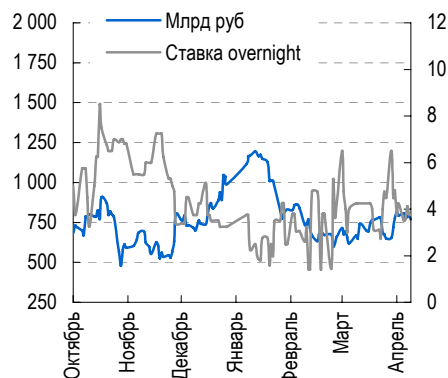
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 11 апреля 2008 г.

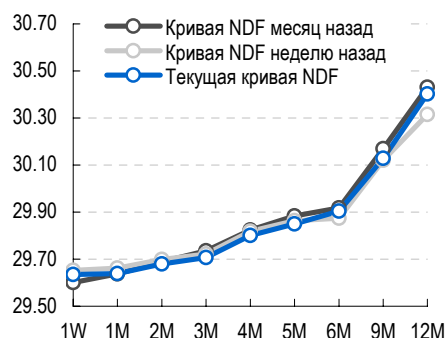
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

11 апр	Индекс доверия потребителей (Мичиган)
14 апр	Статистика по розн. продажам в США
15 апр	Уплата акцизов, ЕСН, страховых выплат
15 апр	Индекс цен производителей в США
15 апр	Индекс Empire Manufacturing
16 апр	Индекс потребительских цен в США
16 апр	"Бежевая Книга" ФРС
16 апр	Отчетность ОАО Распадская за 2007 г.

Рынок еврооблигаций

- Оптимисты вчера опять взяли мини-реванш. Новое размещение **Евраз** – очередная угроза котировкам длинных еврооблигаций (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Обращаем внимание на **ВТБ-4**
- **ХКФБ** и **УРСА Банк** готовят новые выпуски (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- **Немецкая группа REWE отказалась покупать у Холдинга Марта (NR) розничную сеть Гроссмарт.** На наш взгляд, провал сделки увеличивает и без того высокие кредитные риски по обязательствам Марты (стр. 3)
- **Вкратце: В отношении девелоперской и риэлтерской группы МИАН (NR) возбуждено уголовное дело,** хотя компания полностью рассчиталась по налоговым претензиям, предъявленным ей за 2002-2003 гг. (Источник: Интерфакс). На этих новостях восстановившиеся были котировки облигаций Миан Девелопмент (35%) вновь могут снизиться.
- **Вкратце: ЦентрТелеком (NR/B+/B) опубликовал хорошие результаты по РСБУ за 2007 г.** Выручка компании выросла на 14% до 32.4 млрд. руб. Операционная рентабельность остается высокой (EBITDA margin 37.3%). Сдержанная инвестиционная политика в сочетании с ростом операционного денежного потока позволила снизить соотношение «Долг/EBITDA» до 1.5х. Мы нейтрально относимся к облигациям ЦТК (4-й выпуск торгуется около 9%).
- **Вкратце: ОГК-6 (NR) вчера отчиталась об итогах 2007 г. по РСБУ.** В принципе, отчетность не содержит каких-либо сюрпризов. В ней уже нашла отражение доплата акций примерно на 20 млрд. руб., проведенная в пользу Газпрома. Чистый долг компании на отчетную дату был отрицательным (с учетом краткосрочных фин. вложений). Мы полагаем, что держатели облигаций ОГК-6 никак не отреагируют на новости. Учитывая нерепутацию облигаций в ЦБ, мы считаем их доходность не очень интересной (9.1%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.54	+0.06	-0.05	-0.49
EMBI+ Spread, бп	285	-7	-21	+46
EMBI+ Russia Spread, бп	182	-6	-17	+35
Russia 30 Yield, %	5.27	0	-0.09	-0.24
ОФЗ 46018 Yield, %	6.91	-0.07	-0.03	+0.44
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	539.2	-16.6	+27.6	-349.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	230	-7.0	+93.5	+115.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	53.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.75	-0.02	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	0	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	108.2	-0.3	+3.0	+14.3
Индекс РТС	2133	+18	+75	-158

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ОПТИМИСТОВ СНОВА НЕМНОГО БОЛЬШЕ

Оптимисты вчера опять взяли мини-реванш. Поводами для роста котировок акций и доходностей **UST** на этот раз стали неплохие **Jobless Claims**, спокойные итоги аукциона **TSLF**, неплохие результаты сетей **Wal-Mart** и **Costco** (хотя, возможно, обедневшие американцы просто уходят из магазинов более высокого сегмента в дискаунтеры), а также заявления **Goldman Sachs** о скором конце кредитного кризиса.

На самом деле, плохих новостей тоже вчера было немало. Инвестбанк **Lehman Brothers** закрыл сразу пять дочерних фондов, а данные по продажам в розничных сетях в США в марте показали снижение. Создается ощущение, что участники рынка пытаются игнорировать негативные сообщения и цепляются за любой повод для оптимизма.

Сегодня вечером в США публикуется важный индекс потребительского доверия.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ПРОСЫПАЕТСЯ. НА ОЧЕРЕДИ – ЕВРАЗ

В сегменте **Emerging Markets** вчера почти все бенчмарки показали рост котировок, а спрэд **EMBI+** сузился на 7 бп до 285 бп. **RUSSIA 30** (YTM 5.27%) вчера весь день торговался около 115 1/2 пп. со спрэдом к **UST10** в 178 бп. Сегодня утром, вероятно, рынок откроется с еще более узким спрэдом.

В корпоративном сегменте активности было немного, пока не появилось сообщение о новом размещении от **Евраз** (Ba2/BB-/BB). Котировки **EVRAZ 15** (YTM 8.69%) просели почти на 1 пп., за ним последовали выпуск **CHMFRU14** (-3/8 пп., YTM 7.79%), а также длинные облигации **Газпрома** и **МТС**.

Судя по тому, что сообщает **Интерфакс**, объем нового выпуска **Евраз** может составить до 2 млрд. долл. Средства пойдут на рефинансирование кредита на покупку активов **Ipsco**. Мы не исключаем, что, как только **Евраз** объявит **price-talk** (он, вероятно, будет щедрым), длинные корпоративные выпуски испытают еще одну волну продаж.

Вчера, кстати, завершилось размещение CLN **Сибирьтелекома** (B+) объемом 90 млн. долл. с доходностью 9.25% и офертой через 1.5 года. Лид-менеджером размещения выступил **МДМ-Банк**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

О торговых итогах вчерашнего дня сказать почти нечего. По-прежнему неагрессивным спросом пользуются относительно короткие качественные выпуски с доходностью 9-10%.

Из идей на вторичном рынке сегодня мы бы хотели обратить внимание на облигации **ВТБ-4** (УТР 8.75%) – это один из самых доходных выпусков 1-го эшелона. Конкуренцию ему может составить лишь **РСХБ-6** (УТР 8.73%). Однако, учитывая, что в еврооблигациях **ВТБ** торгуется с более узкими спредами, чем **РСХБ**, рублевый выпуск **ВТБ-4**, по нашим оценкам, имеет потенциал снижения доходности на 15-20бп. Кстати, с даты oferty (21 марта), когда около 92% облигаций **ВТБ-4** были предъявлены к выкупу, по нашим оценкам, примерно 1.5-1.7 млрд. рублей могло вернуться обратно в рынок. Учитывая, что средневзвешенная цена за прошедший период составила около 100.1п.п., ВТБ мог «заработать» на собственной ofercie.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ: ХКФБ и УРСА

Сегодня утром стало известно, что к размещению готовится новый выпуск **ХКФ Банка** на 4 млрд. рублей. Ориентир организатора по доходности – 12.77-13.10% к годовой ofercie. Сравнимый по дюрации **ХКФБанк-2** сейчас торгуется около 12.35%, поэтому, вероятно, сегодня котировки облигаций банка немного «просядут». Также новые облигации на 10 млрд. рублей анонсировал **УРСА-Банк**, правда, пока никакого *price-talk* мы пока не видели.

Импортер фруктов **Сорус** разместил 2-й выпуск облигаций с доходностью 13.65% к годовой ofercie. Мы уже делились вчера своими ощущениями, что такой риск в текущих условиях должен стоить несколько больше.

По выпуску **КД Авиа-1** (УТР 19.17%) была установлена полугодовая oferta с купоном 16%.

Немецкая REWE отказалась покупать у Марты (NR) сеть магазинов Гроссмарт

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Как сообщает сегодня газета Ведомости со ссылкой на представителя REWE и пресс-релиз этой компании, поглощение сети Гроссмарт не представляет никакого интереса для немецкой группы. На наш взгляд, это весьма тревожная новость для кредиторов Марты, в т.ч. держателей рублевых облигаций.

Исторически холдинг вел весьма агрессивную финансовую политику, поддерживая очень высокий уровень долга. Ухудшение доступа Марты к рефинансированию (в т.ч. резкий рост стоимости долга) вынудило ее начать продажу активов. В феврале 2008 г. Интерфакс и Коммерсантъ сообщали о том, что Марта продала долю в девелопере РТМ. Из заметки в Коммерсанте следовало, что акции были проданы ниже рыночной стоимости, которая на тот момент составляла 140 млн. долл. Насколько мы понимаем, эти деньги были направлены кредиторам, в т.ч. тем, в залоге у которых находились принадлежавшие холдингу акции РТМ.

Марта уже достаточно давно не делилась с рынком свежей (пусть и управленческой) финансовой отчетностью. Нам сложно оценить размер финансовой задолженности холдинга, но вряд ли он меньше 150 млн. долл. Так или иначе, мы предполагаем, что рефинансировать этот долг компании сейчас очень сложно. Поэтому Марта вынуждена и далее распродавать активы.

Фактически, говорить имеет смысл только о Гроссмарте, т.к. другие розничные проекты, по нашим оценкам, пока невелики и/или убыточны (Интернет-магазины, сеть аксессуаров Pur Pur). Сеть Гроссмарт, насколько

мы понимаем, развивалась «под продажу» REWE, т.е. с учетом стандартов и требований немецкой группы. Поэтому именно REWE могла бы теоретически предложить лучшую цену за этот актив.

Основные риски для кредиторов Марты мы сейчас видим в следующем:

- 1) Холдинг не сможет быстро найти нового покупателя на Гроссмарт
- 2) «Кабальные» проценты по кредитам вместе с дисконтом к справедливой цене «съедят» теоретически позитивную стоимость чистых активов (Net Asset Value) холдинга, т.е. разницу между справедливой стоимостью активов и обязательств. В этом случае, после ликвидации активов невозможно будет полностью удовлетворить требования всех кредиторов.
- 3) Держатели облигаций, по всей видимости, субординированы по отношению к ряду других кредиторов, предоставивших Марте финансирование под залог активов

Мы надеемся, что в результате для держателей остатков облигаций Марты (YTW 20-25%) все закончится благополучно. Тем не менее, мы рекомендуем воздерживаться от занятия длинных позиций в этих выпусках. Какие-либо разъяснения и раскрытие финансовой информации со стороны компании были бы сейчас как нельзя кстати.



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

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.Kuchеров@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.

© 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.