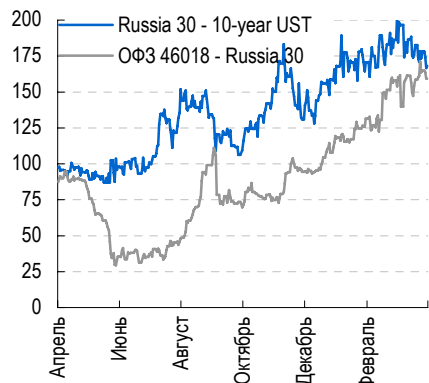


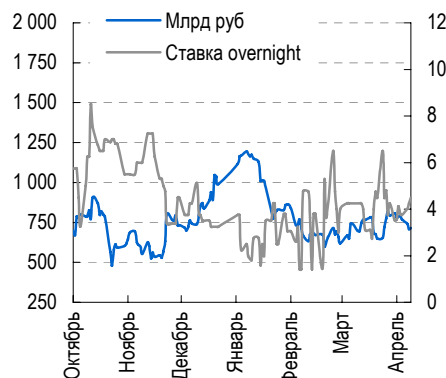
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 16 апреля 2008 г.

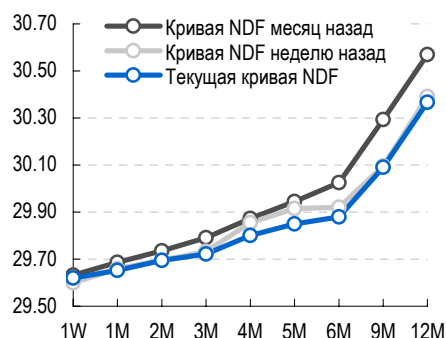
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

16 апр	Индекс потребительских цен в США
16 апр	"Бежевая Книга" ФРС
17 апр	Индекс Philadelphia Fed
17 апр	Индекс Ведущих Индикаторов
17 апр	Размещение рубл. обл. УРСА-Банк-8
17 апр	Размещение рубл. обл. Стройтрансгаз-3
17 апр	Размещение рубл. обл. РенессансКапитал-2
18 апр	Размещение рубл. обл. Амурметалл-2

Рынок еврооблигаций

- **UST** продали на хороших отчетах и инфляционной статистике. Мы считаем, что рынок преувеличивает инфляционные риски и недооценивает рецессионные (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Позитивное развитие событий с рублевой ликвидностью укрепляет оптимизм инвесторов. Рекомендации для покупателей в длинном **1-м эшелоне** (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- **Седьмой Континент (NR):** нейтральные результаты за 2007 г. (стр. 3).
- **Комментарии к завтрашним размещениям: Стройтрансгаз (NR) и Банк Ренессанс Капитал (B1/B-/B-)** (стр. 4-6).
- **Вкратце: Ключевой акционер Холдинга Марта (NR) Г.Трефилов сделал вчера несколько заявлений.** Он объявил о вероятном увольнении из компании младшего партнера Б.Васильева из-за срыва сделки по продаже сети Гроссмарт немецкой REWE. Г-н Трефилов также сказал, что поиски покупателя на Гроссмарт продолжатся, а для прохождения ofert по облигациям создана «финансовая подушка» (Источники: Интерфакс, Коммерсантъ) Мы надеемся, что банки-кредиторы Марты действительно помогут компании выполнить обязательства по облигациям. Тем не менее, пока эти заявления не подтверждены должным раскрытием финансовой информации, мы рекомендуем инвесторам воздерживаться от покупки выпусков Марты (25-30%). Более подробно наше мнение по рискам Марты можно увидеть в Утреннем комментарии от 11 апреля.
- **Вкратце: Moody's изменило прогноз по рейтингу Евраз со «Стабильного» на «Негативный».** Рейтинговое агентство признает, что даже после серии недавних M&A-сделок Евразу удастся сохранить долговую нагрузку в пределах 1.5x. Однако Moody's указывает на риски, связанные с интеграцией активов, возможными новыми приобретениями, а также рефинансированием. С мнением Moody's можно спорить, но, так или иначе, это действие в сочетании с размещением компанией нового выпуска наверняка приведет к дальнейшему расширению спрэдов выпуска EVRAZ 15.
- **Вкратце: Банк Санкт-Петербург (Ba3/B) показал хорошие результаты за 2007 г. по МСФО.** В прошлом году банк почти удвоил активы, увеличил капитализацию (в т.ч. за счет IPO). Показатели рентабельности немного снизились. Мы нейтрально относимся к облигациям банка. В ближайшее время вероятно повышение рейтинга банка агентством Fitch.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.60	+0.09	+0.13	-0.43
EMBI+ Spread, бп	279	-7	-32	+40
EMBI+ Russia Spread, бп	177	-7	-21	+30
Russia 30 Yield, %	5.27	+0.02	-0.06	-0.24
ОФЗ 46018 Yield, %	6.86	-0.03	-0.05	+0.39
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	602	+46.7	+30.3	-286.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	113.3	-37.5	-11.3	-1.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	64	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.09	+0.30	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	0	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	111.6	+1.8	+4.1	+17.7
Индекс РТС	2114	+23	+50	-177

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

UST ПРОДАЛИ НА ХОРОШИХ ОТЧЕТАХ И ИНФЛЯЦИОННОЙ СТАТИСТИКЕ

Вчерашние новости не могли не обрадовать участников рынка. Промышленный индекс **Empire Manufacturing** впервые с января вышел из отрицательных значений. Отчеты **Intel** и **Johnson&Johnson** тоже оказались неплохими, а индекс цен производителей за март превысил консенсус-прогнозы.

На этих новостях рынки акций показали рост (**DJI** прибавил 0.45%), а в **US Treasuries** прошли мощные продажи. Кривая переместилась вверх в среднем на 10 бп. Соответственно, до 25% снизилась заложенная во фьючерсы вероятность снижения **FED RATE** сразу на 50бп на следующем заседании **ФРС**.

Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.27%) вчера весь день торговался со спрэдом около 173 бп., однако после закрытия рынков он сузился до 166 бп из-за роста доходностей **US Treasuries**. Мы не исключаем, что сегодня цены могут скорректироваться вниз, а спрэд расширится. В целом торги прошли не очень активно, мы видели спрос на телекомы и **BKMOSC 13**.

Сегодня вновь выйдет большая порция важных макроэкономических данных (**CPI**, цифры по промышленности и строительству жилья), а также отчетность крупных корпораций (сегодня – **Coca-Cola**, **JP Morgan**, **Wells Fargo**). В довершение всего, вечером будет опубликована «Бежевая Книга» – сводный комментарий **ФРС** по макроэкономической ситуации в стране.

Мы продолжаем считать, что рынок сейчас преувеличивает инфляционные риски и недооценивает рецессионные. Поэтому мы ожидаем снижения доходностей **UST** и расширения спреда между длинными и короткими нотами.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стало известно, что компания **Миракс** (B2/B) планирует до конца месяца разместить 2-летние LPN объемом 150 млн. долл. О других параметрах выпуска пока ничего не известно.

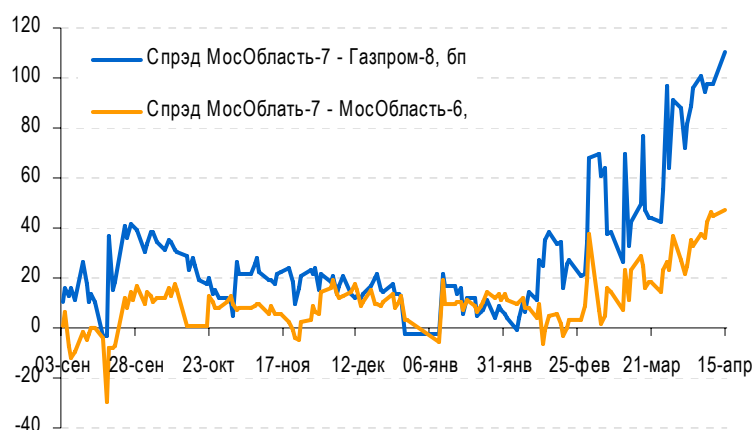
Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ОПТИМИЗМ КРЕПНЕТ

Продажи валюты в ЦБ пока компенсируют «налоговый» отток ликвидности в бюджет. Благодаря этому ставки **overnight** все еще держатся на уровне 4%. Кстати, вчера, по оценкам наших дилеров, ЦБ купил еще порядка 2 млрд. долл. Вчера же появились новые подробности об аукционах по «продаже» банкам бюджетной ликвидности. Собственно, ничего принципиально нового мы для себя не узнали (вчера мы уже писали о 4-х неделях и 7%-ной нижней границе). Тем не менее, этот новостной фон, безусловно, благоприятно действует на инвесторов. Кстати, в прессе появились очередные публикации о том, как на рынок «просятся» деньги **ПФР** и **Госкорпорации ЖКХ**.

Укрепление оптимистичных настроений вчера было заметно на вторичном рынке рублевых облигаций. Спросом пользовались даже длинные выпуски **1-го эшелона**, например, **ЛУКОЙЛ-4** (YTM 7.66%, +20бп), **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.47%, +21бп), **ФСК-4** (YTM 7.79%, +20бп), **Газпром-8** (YTM 7.29%, +25бп). Смелым инвесторам в этом сегменте рекомендуем обратить внимание на **РСХБ-3** (YTM 9.35%), который выглядит недооцененным на фоне более длинного **РСХБ-2** (YTM 9.28%). Кроме того, неплохим выбором может быть выпуск **МосОбласть-7** (YTM 8.39%) – в последнее время он отстает от своих «peers»:



НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Самохвал-1** (УТР 11.40%) были объявлены купоны до погашения в размере 14.5%, что соответствует доходности на уровне 14.97%.

Седьмой континент (NR): нейтральные результаты 2007 г.

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

Продуктовая розничная сеть Седьмой Континент (7К) вчера опубликовала консолидированную аудированную отчетность за 2007 г. по МСФО, а также поделилась некоторыми планами на 2008 г. в ходе телеконференции.

В 2007 г. выручка 7К увеличилась на 25% и составила порядка 32.6 млрд. рублей. В долларовом выражении продажи выросли на 33%. Общеизвестно, что, с точки зрения темпов роста, компания заметно отстает от конкурентов, которые ежегодно увеличивают выручку на 50-70%. В 2007 г. сеть 7К увеличилась лишь на 4 магазина (всего 127). Однако, на наш взгляд, медленная экспансия – это «головная боль» акционеров, а для кредиторов это скорее дополнительный фактор комфорта.

Рентабельность 7К остается одной из самых высоких в отрасли. По итогам 2007 г., показатель EBITDA margin составил 11.6% (+0.4 п.п.). Чистая прибыль 7К в 2007 г. почти удвоилась, однако это связано с высокой долей «неденежной» или «бухгалтерской» составляющей (переоценка стоимости портфеля недвижимости).

С точки зрения долговой нагрузки и ликвидности, профиль 7К выглядит устойчиво. В прошлом году компания разместила облигации на 7 млрд. руб. с 3-летней офертой, а также привлекла банковские кредиты еще примерно на 3.5 млрд. руб. Около 5.5 млрд. руб. размещено на текущих и депозитных счетах, а также в облигациях. Еще около 5 млрд. руб. выдано в виде кредитов, в т.ч. поручителю по облигационному займу – «7К инвест-холдинг». Как ранее поясняла компания, кредиты предоставлены с тем условием, что деньги могут быть возвращены 7К по требованию. Мы не приветствуем такую практику, т.к. считаем, что подобные сделки увеличивают риски для кредиторов компании.

При расчете величины чистого долга в качестве cash-like активов мы рассматривали денежные средства, депозиты и позиции в ликвидных облигациях. Исходя из наших расчетов, по итогам 2007 г., соотношение «Чистый Долг/EBITDA» у 7К немного увеличилось, с 1.6х до 1.7х, однако по-прежнему остается одним из самых низких в отрасли.

В 2008 г. 7К рассчитывает несколько увеличить темпы роста - компания планирует открыть порядка 20 супермаркетов, а также 3-4 гипермарката. Инвестиционная программа на 2008 г. составляет порядка 300 млн. долл. Насколько мы понимаем, для ее финансирования 7К не потребуется привлекать новый долг. Компания воспользуется резервами ликвидности и собственным операционным денежным потоком.

Напомним, что в прошлом году в составе акционеров 7К произошли изменения, которые с кредитной точки зрения имеют небольшой негативный оттенок – в ходе LBO-сделки один из двух ключевых акционеров выкупил долю партнера, увеличив собственную «долговую нагрузку».

По нашему мнению, результаты 2007 г. в целом нейтральны с точки зрения кредитоспособности 7К. На наш взгляд, облигации компании на текущих уровнях выглядят «дороговато» (8.8%). На рынке сейчас много более интересных предложений с точки зрения «риск/доходность/репутация».

Ключевые финансовые показатели ОАО «Седьмой Континент», МСФО				
млн. рублей	2005 г.	2006 г.	1пол. 2007 г.	2007 г.
Выручка	20 157.6	26 034.3	15 467.0	32 558.0
Валовая прибыль	6 481.5	8 099.0	4 759.5	10 183.8
EBITDA	2 111.7	2 926.0	1 531.4	3 778.1
Чистая прибыль	1 332.4	1 838.2	1 335.4	2 536.3
Долг	2 640.5	1 333.9	8 320.9	11 963.3
Чистый долг*	686.6	(714.6)	4 919.9	6 448.1
Собственный капитал	4 659.0	13 586.5	14 571.8	15 741.7
Активы	1 808.2	19 514.0	27 544.9	34 437.7
Ключевые показатели				
Валовая рентабельность	32.2%	31.1%	30.8%	31.3%
EBITDA margin (%)	10.5%	11.2%	9.9%	11.6%
Долг/ EBITDA annualized (x)	1.3	0.5	2.7	3.2
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	0.3	n/a	1.6	1.7
EBITDA/проценты	44.7	19.5	33.9	10.4
Чистый долг /Собственный капитал (x)	0.1	n/a	0.3	0.4

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка *при расчете чистого долга в качестве денежных средств рассматривались также банковские депозиты

Банк Ренессанс Капитал (B1/B-/B-): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа Банка Ренессанс Капитал (РК, торговая марка Ренессанс Кредит) объемом 3 млрд. руб. По выпуску предусмотрена годовая оферта.

РК – быстрорастущее розничное направление одноименной инвестиционной группы. Банк был создан в 2003 г. и специализируется преимущественно на потребительском кредитовании, автокредитах и кредитных картах. Согласно отчетности по итогам 2007 г., РК занимает четвертое место по объему выданных кредитов среди российских розничных банков с портфелем свыше 38 млрд. руб. Региональная сеть банка охватывает 65 субъектов РФ и состоит из более чем 12 000 пунктов выдачи кредитов.

С момента размещения предыдущего облигационного выпуска (март 2007 г.) банку удалось существенно укрепить свои позиции на рынке, а также улучшить финансовый профиль. Так, портфель выданных кредитов увеличился более, чем в 3 раза (до 38.4 млрд. руб.), а уровень просрочки снизился до 3.2%. В отличие от других розничных российских банков, РК не снизил темпы роста во втором полугодии 2007 г., а практически удвоил свой баланс за этот период.

По итогам 2007 г., РК удалось преодолеть точку безубыточности и заработать около 246 млн. руб. чистой прибыли – сказался «эффект масштаба», т.к. на начальном этапе банк произвел очень значительные некапитализируемые инвестиции в развитие.

Ключевыми факторами поддержки кредитного профиля банка мы считаем в первую очередь помощь акционера(ов), который(е) также контролируют одноименный инвестбанк. Собственник производит регулярные инъекции в капитал, а также активно помогает с привлечением долгового финансирования. Среди других факторов поддержки – привлекательный рынок, высокий equity-аппетит к такого рода банкам, а также профессиональный менеджмент и разумная стратегия, предусматривающая географическую и продуктовую диверсификацию.

На наш взгляд, с точки зрения кредитного профиля, РК похож на ХКФ Банк (банк, специализирующийся на потребкредитовании и имеющий сильного акционера). РК немного уступает ХКФБ с точки зрения размеров, истории и доли рынка. Облигации РК тоже присутствуют в Ломбардном списке ЦБ. На наш взгляд, их справедливая доходность в текущих условиях – около 13%.

Показатели банка «Ренессанс Капитал», МСФО

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Процентные доходы	591	1 906	5 391
Процентные расходы	85	590	1 856
Чистый процентный доход	506	1 316	3 535
Чистый доход по услугам и комиссиям	83	473	2 548
Операционные расходы	147	495	1 284
Чистая прибыль/убыток	(303)	(499)	246
Собственный капитал	1 862	2 555	7 623
Ссудный портфель	4 519	12 160	38 424
Активы	6 668	14 169	45 525
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	19.6	15.3%	13.7%
ROEA	-	-	4.8%
ROAA	-	-	0.8
Уровень просрочки	6.5%	3.3%	3.2%
Объем резервов к объему просроченных кредитов	98%	114%	141%
Капитал/Активы	27.9%	18%	16.7%

Источник: Банк Ренессанс Капитал, оценка МДМ-Банка

Стройтрансгаз (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа ОАО «Стройтрансгаз» объемом 5 млрд. руб. с погашением через 5 лет и офертой через год. Компания планирует направить привлеченные средства на рефинансирование текущего долгового портфеля (в июне погашается 1-й выпуск СТГ объемом 3 млрд. руб.).

ОАО «Стройтрансгаз» – группа строительно-инжиниринговых компаний, специализирующихся на инфраструктурном строительстве в нефтегазовом и энергетическом секторах. До 2007 г. основным заказчиком компании являлся Газпром. Косвенные признаки указывают на аффилированность СТГ с Газпромом.

Снижение объема заказов со стороны Газпрома, а также проблемы с реализацией некоторых проектов ввиду теплой зимы (что препятствовало проведению работ) привели к снижению выручки СТГ в 2007 г. на 17%. Компания предупреждала инвесторов об этом в меморандуме к размещению 1-го облигационного займа.

Одновременно компания почти вдвое увеличила долг, что в сочетании с сокращением денежных потоков привело к росту долговой нагрузки СТГ до 7.6х в терминах «Долг/EBITDA». Это выше прогнозов компании, сделанных в середине 2007 г. (4.5х). Высокая долговая нагрузка, а также длинный производственный цикл и неравномерность денежных потоков являются, на наш взгляд, основными рисками кредитного профиля СТГ. Мы также обращаем внимание на непрозрачность структуры собственности.

Эти риски отчасти компенсируются сильными позициями СТГ на рынке, значительным опытом реализации строительно-инжиниринговых проектов, а также стабильным портфелем заказов (на 2008 г. «законтрактовано» порядка 42 млрд. руб.). Также мы отмечаем, что в 2007 г. компания улучшила структуру портфеля заказов, снизив зависимость от Газпрома. Был расширен состав Совета Директоров СТГ, в который вошли представители основных заказчиков компании (Газпром, Газпромбанк, Атомстройэкспорт, Лукойл, Роснефть, Транснефть, НОВАТЕК). В Совете Директоров есть также представитель Внешэкономбанка. ВЭБ предоставляет СТГ банковские гарантии при реализации проектов за границей, что способствует росту объема контрактов СТГ за рубежом (в основном, в арабских странах). СТГ рассчитывает на дальнейшее увеличение масштабов зарубежных проектов, на которые сегодня приходится порядка 20% выручки компании.

Прямых аналогов СТГ на рынке мы не видим. Обращающиеся на рынке малоликвидные облигации компании – тоже плохой ориентир. Принимая во внимание кредитный профиль эмитента, текущую рыночную конъюнктуру, а также «не репутность» бумаг СТГ в Центробанке, мы осторожно оцениваем «справедливую» доходность нового выпуска на уровне 12.5-13.0%.

Основные финансовые показатели ОАО «Стройтрансгаз», РСБУ

млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Выручка	23 380	45 923	37 971
EBITDA	2 090	2 854	3 146
Чистая прибыль	319	669	428
Финансовый долг (с учетом лизинга)	12 277	12 448	23 946
Собственный капитал	25 077	19 074	18 929
Активы	49 978	46 259	58 243
Основные коэффициенты			
Рентабельность EBITDA	8.9%	6.2%	8.3%
Чистая рентабельность	1.4%	1.5%	1.1%
Финансовый долг/EBITDA	5.9	4.4	7.6
Финансовый долг/Капитал	0.49	0.65	1.3
Капитал/Активы	0.5	0.41	0.33

Источник: данные компании, 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

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.