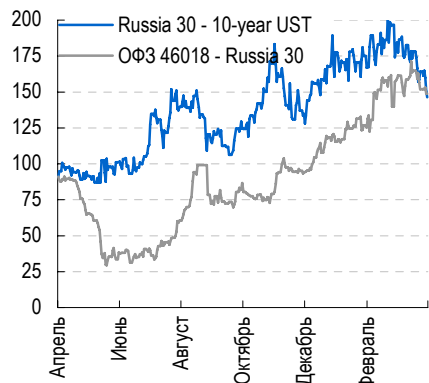


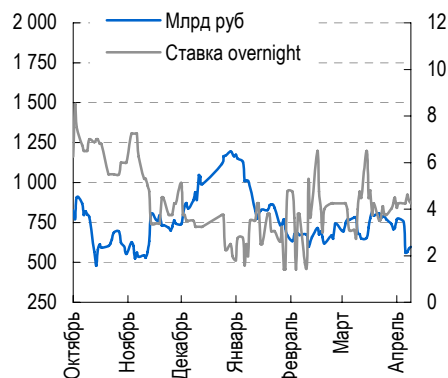
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 25 апреля 2008 г.

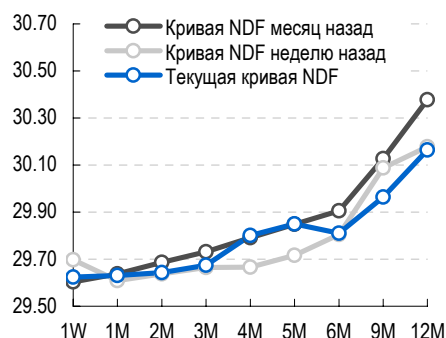
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

25 апр	Уплата акцизов, НДС
25 апр	Индекс доверия потребителей (U.Mich)
28 апр	Уплата налога на прибыль
28 апр	Размещение рубл. обл. ПромТехЛизинг-1
29 апр	Заседание ФРС
30 апр	Аукцион ОФЗ-26200 (10 млрд. руб.)
30 апр	Аукцион ОФЗ-46022 (25 млрд. руб.)
30 апр	Индекс Core PCE за 1 кв. 2008

Рынок еврооблигаций

- Неиссякаемый оптимизм: доходности **UST** продолжают расти. Вторичный рынок: **ТНК-ВР** и **ВымпелКом** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ вчера купил еще 5-6 млрд. долл., сняв последние вопросы по поводу рублевой ликвидности в апреле (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- Первый зампред ЦБ поделился соображениями об инфляции, укреплении рубля, притоке капитала, ставках и господдержке банков (стр. 3).
- Розничная сеть Холидей (NR) сообщила об итогах 2007 г. (стр. 4)
- Российские акционеры **ТНК-ВР (Ваа2/ВВ+)** официально опровергли слухи о продаже своей доли в нефтяной компании **Газпрому (А3/ВВВ)**. Они вновь подтвердили, что не намерены выходить из капитала **ТНК-ВР**. (Источник: РИА Новости). На наш взгляд, сузившиеся вчера спреды **TMENRU** вновь могут расширяться. В дальнейшем вероятно сохранение противоречивого новостного фона вокруг **ТНК-ВР**. Это могут быть сообщения о проблемах компании с регуляторами, а также новые спекуляции на тему альянса с **Газпромом**.
- **ЕвроХим (NR/ВВ-ВВ-)** ведет переговоры о покупке доли в казахстанском производителе фосфорных удобрений. Сумма сделки может составить 400 млн. долл. (Источник: Ведомости). На наш взгляд, кредитный профиль **ЕвроХима** вряд ли серьезно пострадает даже от более крупных покупок. Благодаря высоким ценам на удобрения компания сейчас имеет избыточную ликвидность. По итогам 2007 г. объем денежных средств на балансе превысил 15 млрд. руб., долг составил около 13 млрд. руб., а показатель **EBITDA** – 22.7 млрд. руб. К еврооблигациям **EUCHEM 12** мы относимся нейтрально.

- Вкратце: Крупный британский автодилер **Inchcape (NR)** официально объявил о покупке 75.1% акций компании **Musa Motors**. Новость подтверждает высокий equity-аппетит к российскому авторитейлу и может оказать поддержку облигациям **Инком-Лада**, **Автомир**, **Атлант-М** и **ROLF 10**.

- Вкратце: **Fitch** по-прежнему не исключает возможности снижения рейтинга **Сибур**, в т.ч. из-за рисков, связанных с предложенной менеджментом **МВО**-сделкой. Реакция в малоликвидных облигациях **Сибур** (7.9%) маловероятна.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.83	+0.10	+0.32	-0.20
EMBI+ Spread, бп	265	-6	-30	+26
EMBI+ Russia Spread, бп	157	-10	-29	+10
Russia 30 Yield, %	5.33	0	+0.02	-0.18
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	-0.04	-0.07	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	512.2	+10.5	-10.7	-376.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	84.7	+0.1	-75.1	-30.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	137.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.07	-0.32	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	+0.01	-0.01	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	114.3	-2.2	+13.7	+20.4
Индекс РТС	2102	-57	+108	-189

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

НЕИССЯКАЕМЫЙ ОПТИМИЗМ: ДОХОДНОСТИ US TREASURIES ПРОДОЛЖАЮТ РАСТИ

Еще один условно-позитивный день на мировых рынках. После публикации данных по **durable goods** доходности **US Treasuries** «выстрелили» вверх: доходность **10-летних бумаг** выросла на 9бп до 3.83%, а **2-летних** – почти на 20бп (2.39%). Сегодня утром рост доходностей продолжился.

Нам очень сложно объяснить происходящее. Статистика по **durable goods** отнюдь не была обнадеживающей (снижение на 0.3% против ожидаемого роста на 0.1%), пусть даже и февральские цифры были пересмотрены в сторону повышения. Вчера же вышли очень слабые данные по продажам нового жилья (-8.5% против ожидаемых -1.7%). Их рынок как будто бы вообще проигнорировал. Мы не вполне понимаем, почему инвесторы решили, что цикл снижения **FED RATE** уже завершился или очень близок к завершению. Возможно, ситуация на рынке искажена из-за резкого увеличения объема предложения **US Treasuries** со стороны **ФРС** и **Минфина США**.

ТНК-ВР, ВЫМПЕЛКОМ

В **Emerging Markets** цены вчера снижались медленнее по сравнению с **UST**, поэтому спрэд **EMBI+** сократился на 6 бп. до 265бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.33%) тоже снижается в цене, но и спрэд вот-вот «пробьет вниз» отметку в 150бп.

В корпоративном сегменте ключевыми «движущими силами» вчера стали статья Ведомостей об M&A-сделке между **Газпромом** и **ТНК-ВР**, а также размещение **ВымпелКома**. В начале торгового дня котировки длинных выпусков **TMENRU** подскочили почти на 2 пп., но после публикации опровержения слухов российскими акционерами нефтяной компании, они скорректировались вниз. Тем не менее, день эти выпуски завершили в плюсе. Котировки новых траншей **ВымпелКома** в первые часы торгов демонстрировали волатильность (то 101.0, то обратно 100.0), стабилизировавшись к вечеру около 100.25 по 5-летнему выпуску, и около 100.625 – по 10-летнему. Немного восстановил свои позиции пострадавший ранее выпуск **VIP16** (YTM 8.52%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ СНЯЛИ ПОСЛЕДНИЕ ВОПРОСЫ ПО ПОВОДУ ЛИКВИДНОСТИ

Приближение налоговых выплат (сегодня **НДПИ**) никак не отразилось на ставках денежного рынка, которые вчера находились около 3.5-4.0%. Банки полностью удовлетворили свои потребности в ликвидности за счет продаж валюты (вчера ЦБ купил еще около 5-6 млрд. долл., см. расширенный комментарий ниже). Подтверждением относительного благополучия на денежном рынке стали и итоги вчерашнего депозитного аукциона – банки привлекли лишь 17.7 млрд. рублей (средневзвешенная ставка 7.26%). Следующий аукцион **Минфин** проведет лишь в середине мая.

Рублевые облигации чувствуют себя очень уверенно. Среди прочего, вчера мы наблюдали покупки в длинных выпусках **АИЖК** (+20бп), просевших накануне. Во **2-м эшелоне** спросом пользовались банковские облигации – **ХКФБанк-4** (УТР 11.45%, +17бп), **Транкредитбанк-1** (УТМ 9.49%, +10бп), **УРСА-7** (УТР 12.47%, +14бп). Здесь рекомендуем обратить внимание на выпуск **РусСтандарт-5** (УТР 12.08%), который смотрится недооцененным на фоне чуть более длинного **РусСтандарт-8** (УТР 11.46%, +16бп).

В ходе размещения облигаций **Желдорипотека-2** доходность сложилась на уровне 13.94% к годовой оферте. Таким образом, премия к **1-му выпуску** составила порядка 20-25бп.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Полесье-1** (УТР 22.38%) была определена купонная ставка в размере 16% до погашения. По облигациям **НФК-1** (УТР 12.27%) купон был зафиксирован на уровне 1% до погашения, т.е. банк забирает выпуск с рынка. Это окажет техническую поддержку размещаемому на следующей неделе новому выпуску **НФК**.

Комментарий к вчерашним заявлениям первого зампреда ЦБ А.Улюкаева

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

Итак, вот что сказал вчера г-н Улюкаев (по материалам Reuters, Интерфакс):

- Инфляция в 2008 г. может составить менее 10%. ЦБ постепенно будет вводить некоторые элементы инфляционного таргетирования; но полностью перейдет к политике управления ставками лишь через 3 года, когда торговый баланс станет более нейтральным (насколько мы понимаем, обменный курс в этом случае будет плавающим);
- Отвечая на вопросы, г-н Улюкаев не исключил повышения ключевых ставок в ближайшее время, как, впрочем, и укрепления рубля;
- В экономике видны симптомы «перегрева»; средства госбюджета должны использоваться в качестве источника фондирования банковской системы;
- В апреле в России был отмечен положительный приток капитала; ЦБ приобрел на валютном рынке более 10 млрд. долл.

Самым интригующим из того, о чем вчера говорил г-н Улюкаев, нам показалось допущение о возможности укрепления рубля. Напомним, что в последние месяцы чиновники Центробанка неоднократно называли этот инструмент борьбы с инфляцией неэффективным, фактически отказываясь от него. Иллюстрация «неэффективности» не заставила себя ждать: вчера продажи валюты резко усилились, в результате чего Центробанк был вынужден приобрести еще около 5-6 млрд. долл. (!). Мы связываем столь мощную атаку спекулянтов именно со словами г-на Улюкаева.

Нам все-таки кажется, что в беседе с журналистами первый зампред ЦБ «не исключил» укрепления рубля не потому, что регулятор намерен это сделать, а скорее из тех соображений, что нельзя ничего исключать с полной уверенностью.

Мы думаем, что ЦБ все-таки всерьез намерен заняться именно ужесточением денежно-кредитной политики, особенно принимая во внимание амбициозную цель по сдерживанию инфляции (за январь-апрель уже почти 6.0%, как может быть меньше 10% за год?). Мы ожидаем очередного повышения ключевых ставок, при этом нижняя граница interest rate band'a (ставки по депозитам), вероятно, будет повышаться опережающими темпами по сравнению с верхней (ставки по репо, Ломбардным кредитам).

И конечно же, мы совершенно согласны с тезисом о том, что не стоит фондировать банки за счет бюджетных средств. В сбалансированной банковской системе основным источником фондирования являются сбережения, а увеличение объемов «вброса» ликвидности из бюджета скорее отдаляет нас от этой «идеальной модели».

Холидей(NR): нейтральные результаты за 2007 г.

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

Сибирская продуктовая сеть Холидей вчера распространила свою управленческую отчетность по итогам 2007 г. В принципе, результаты практически не отличаются от тех оценок, которые компания опубликовала в меморандуме по итогам М&А-сделки с сетью Кора в январе 2008 г. (документ можно посмотреть здесь: <http://www.hclass.ru/fnews/index.php?id=36&type=show>)

Безусловно, долговая нагрузка компании достаточно высока (6х в терминах «Чистый долг/EBITDA»). Однако мы не очень сильно беспокоимся за платежеспособность этой компании. Недавно бенефициары Холидея заявляли о намерении привлечь в капитал еще около 150 млн. долл. Учитывая по-прежнему высокий equity-аппетит к рознице, а также присутствие среди акционеров Холидея группы Ренова (имеют опыт в привлечении финансирования), мы думаем, что такая сделка вполне возможна.

Мы скорее нейтрально относимся к облигациям Холидея (13.76%) на текущих уровнях.

Ключевые финансовые показатели группы «Холидей», управленческая отчетность

млн. руб.	2005	2006	1П2007	2007
Выручка	4 816	10 141	5 903	18 555
EBITDA	305	616	317	1 118
Чистая прибыль	11	79	31	146
Долг	1 183	3 466	3 042	7 338
Чистый долг	1 070	3 160	2 417	6 600
Собственный капитал	917	2 082	3 021	4 139
Активы	2 844	6 751	7 105	14 335
Ключевые показатели				
EBITDA margin (%)	6.3%	6.1%	5.4%	6%
Долг/ EBITDA annualized (x)	3.9	5.6	4.8	6.6
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	3.5	5.1	3.8	5.9
EBITDA/проценты	2.4	2.2	1.8	1.9
Долг/Собственный капитал (x)	1.4	1.7	1.0	1.8

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.