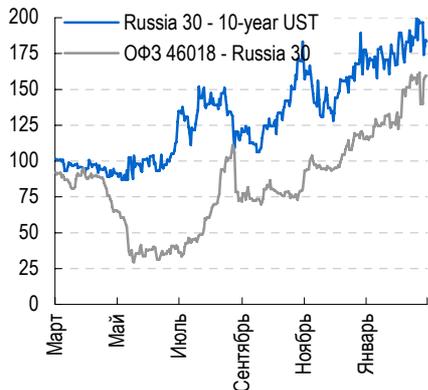
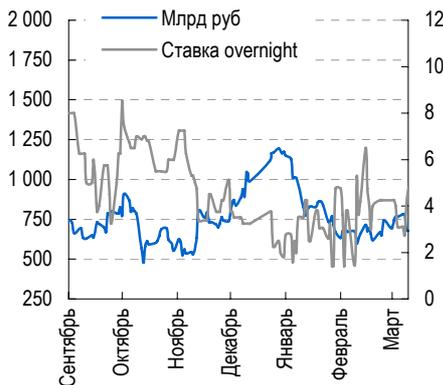


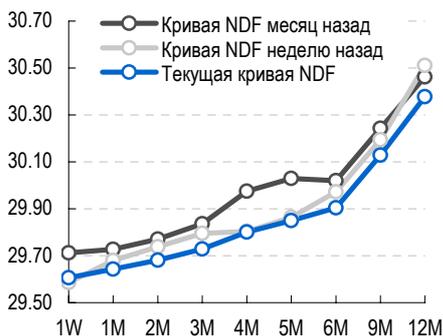
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

27 мар	Размещение руб. обл. Элис-2
27 мар	Размещение руб. обл. РусфинансБанк-5
28 мар	Уплата налога на прибыль
28 мар	Индекс PCE Core в США
28 мар	Индекс потреб. доверия U.Michigan
1 апр	Индекс ISM в промышленности
2 апр	Статистика по промышленным заказам в США
3 апр	Индекс ISM в сфере услуг

### Рынок еврооблигаций

- В США вновь слабая статистика, но устойчивый рынок акций не дает доходностям UST резко снижаться. Мы полагаем, что худшее еще впереди (стр.2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Аукционы ОФЗ похоже, снова прошли «мимо рынка». Русский Стандарт хочет продавать выпуски с плавающей ставкой. Результаты размещения биржевых облигаций АвтоВАЗа удивляют (стр. 2).

### Новости, комментарии и идеи

- Наши заметки с презентации Аптечной сети 36.6 (стр. 3)
- Вкратце: Росимущество по-прежнему пытается оспорить в суде сделки с акциями УМПО. (Источник: RBCDaily). Мы предполагаем, эти процессы связаны с нежеланием УМПО и НПО Сатурн участвовать в процессе консолидации по сценарию Оборонпрома. На наш взгляд, лояльность этому сценарию снизила бы кредитные риски двух компаний, т.к. увеличила бы вероятность господдержки. Инвесторам в облигации УМПО и Сатурна следует требовать премию в доходности за «дополнительные» риски.
- Вкратце: Акционеры сети Азбука Вкуса (NR) продали блокпакет акций компании бывшим владельцам Экспобанка (Источник: Коммерсантъ). Изменения в структуре капитала не повлияют на баланс Азбуки Вкуса, долговая нагрузка останется умеренно-высокой (около 4x в 2007 г.), т.е. кредитный эффект от сделки для держателей облигаций компании близок к нейтральному. Тем не менее, мы все же видим в этом событии позитивные для кредиторов моменты. Во-первых, у новых акционеров есть ресурсы для предоставления компании дополнительного финансирования в стресс-сценарии – бывшие владельцы Экспобанка продали банк почти за 750 млн. долл. Во-вторых, бывшие банкиры могут помочь Азбуке Вкуса с финансовой стратегией и привлечением долгового капитала, что особенно полезно в нынешних условиях. Мы нейтрально относимся к облигациям компании на текущих уровнях (14.6%).
- Вкратце: Fitch подтвердило рейтинг шахты Распадская (B+) после объявления об отмене плана по переходу контроля над компанией к Евразу (BB); Fitch также поместило рейтинг БИНБАНКА (B-) в список на повышение в связи с хорошими результатами и объявленной сменой собственника.
- Вкратце: В нашем вчерашнем комментарии по МОСМАРТУ (NR) мы допустили неточность: в объявленных компанией финансовых показателях не учтены результаты Гиперцентра.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.46	-0.05	-0.44	-0.57
EMBI+ Spread, бп	299	+3	+37	+60
EMBI+ Russia Spread, бп	192	+4	+20	+45
Russia 30 Yield, %	5.31	0	-0.26	-0.20
ОФЗ 46018 Yield, %	6.90	+0.01	+0.08	+0.43
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	521	-1.9	-49.1	-367.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	155.5	-4.3	+51.7	+40.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	25.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5	+0.12	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	0	-0.14	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	104.0	+3.4	+5.7	+10.1
Индекс РТС	1995	+1	-101	-296

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчерашняя статистика по экономике **США** вновь носила негативный характер. Речь идет в первую очередь о **заказах на товары длительного пользования**. Их снижение в январе и феврале означает, что инвестиции американских корпораций уже начали сокращаться в ожидании рецессии. Опубликованные вчера данные по продажам новых домов в **США** тоже выглядели умеренно-слабыми.

Рынок отреагировал снижением котировок акций и доходностей облигаций, а также увеличением наклона кривой **US Treasuries**. Однако вчерашнее движение нельзя назвать значительным. Похоже, пока инвесторы все еще настроены излишне оптимистично, отчасти из-за удивительной устойчивости американского рынка акций. Судя по тому, что говорят уважаемые нами эксперты из **Capital Economics**, это не продлится долго. Поток слабой экономической статистики в ближайшее время может усилиться, поэтому **FED RATE** наверняка еще снизят, и не раз (вплоть до 1.5% или даже 1.0%), и мы увидим значительное расширение спреда **UST10yr-UST2yr**. Как следствие – вероятно расширение спредов в сегменте **EM**.

Спрэд **RUSSIA 30** (YTM 5.31%) расширился до 184 бп., но котировки остаются стабильными и даже понемногу растут. В корпоративном сегменте довольно тихо, за исключением облигаций **ТНК-ВР**, показавших высокую волатильность – вчера их сначала активно продавали (до -2 пп. по цене), однако затем нашлись покупатели, поддержавшие котировки. По итогам дня выпуски **TMENRU** снизились в цене на ¾-1 пп. Кроме того, мы отметили снижение котировок в длинных облигациях **GAZPRU**, **LUKOIL**, а также нейтральные с точки зрения цен сделки в выпусках **EVRAZ 15** (YTM 8.53%) и **RASPAD 12** (YTM 8.26%).

В США сегодня будут опубликованы данные по **ВВП** за последний квартал прошлого года, инфляционный индекс **Core PCE** за тот же период, а также данные по **рынку труда**.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Наверное, центральным событием вчерашнего дня стали аукционы **ОФЗ**. Выпуск **ОФЗ 26200** удалось разместить лишь на 516 млн. рублей (около 10% от заявленного объема). Средневзвешенная доходность сложилась на уровне 6.70%, то есть премия к уровням вторичного рынка составила не больше 3-4бп. В выпуске **ОФЗ 46020** почти все 10 млрд. рублей нашли своих владельцев. Однако судя по реестру торгов (только крупные сделки) и отсутствию какой-либо премии (средневзвешенная доходность 7.23%), размещение прошло «мимо рынка». Интересно, что после аукциона котировки **46020** даже подросли. Вероятно, в срочном порядке закрывались открытые накануне короткие позиции с расчетом на премию при доразмещении.

Ставки денежного рынка остаются по-прежнему на уровне 5.0%. Дефицита ликвидности, похоже, нет – валюту, по оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера не покупал, а объем операций прямого **репо** с регулятором вчера составил лишь около 6.5 млрд. рублей.

Любопытно, что на фоне выросших ставок котировки некоторых рублевых облигаций пошли вверх. Скорее всего, участники рынка были приятно удивлены тем, как неплохо чувствует себя денежный рынок. Вчера заметным спросом пользовались короткие и среднесрочные облигации **1-го эшелона** – **РЖД-5** (YTM 6.69%, +15бп), **РЖД-3** (YTM 7.05%, +12бп), **ЛУКОЙЛ-2** (YTM 7.36%, +19бп), **Газпром-6** (YTM 6.82%, +20бп). Мы продолжаем придерживаться высказанной в специальном комментарии от 24 марта точки зрения о том, что на период глобального кредитного кризиса доходности по облигациям «отстыковались» от ставок денежного рынка. Поэтому возможные мини-ралли, связанные с теми или иными позитивными событиями

на денежном рынке, будет сменяться нисходящим ценовым трендом под давлением нового предложения облигаций.

Вчера банк **Русский стандарт** объявил, что готовит два новых выпуска суммарно на 10 млрд. рублей. Новость вышла после закрытия рынка. Облигации, как ожидается, будут иметь плавающую процентную ставку. Вероятно, так компания хочет снизить стоимость заимствований, обратившись к новой базе инвесторов и снизив негативный эффект от нового предложения на обращающиеся выпуски с фиксированными купонами.

### **ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ**

Вчера завершилось размещение биржевых облигаций **АвтоВАЗа**. Ставка купона по **1-му** (6-месячному) выпуску была установлена в размере 9.23% (УТС 9.44%), по **2-му** с погашением через год – 9.80% (УТМ 9.80%). Честно говоря, мы несколько озадачены таким исходом. Зачем кому-то такие бумаги, если с такой же доходностью можно приобрести репуемый в ЦБ корпоративный риск в сегменте классических рублевых облигаций? А если нравятся биржевые облигации – то почему бы не купить выпуск **РБК** с купоном 12.25%?

В заключение обращаем внимание, что по облигациям **Агрика-1** (УТР 21.93%) были определены купоны до погашения в размере 13.5% (против 11.80% ранее). На наш взгляд, с новыми купонами этот выпуск выглядит непривлекательно в новой системе координат риск/доходность.

## **Аптечная сеть 36.6: краткосрочный приоритет – решение долговой проблемы**

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

Новый глава Аптечной сети 36.6 Дж. Калмис, пришедший в компанию из ВымпелКома, вчера представил аналитикам, инвесторам и журналистам обновленную стратегию развития холдинга. В принципе, мы узнали очень мало нового по сравнению с тем, что мы изложили в специальном комментарии от 7 марта.

Главное, что нам понравилось – это то, что компания подтвердила намерение в краткосрочном периоде заняться финансовым оздоровлением, замедлив темпы роста и сконцентрировав свое внимание на решении проблемы высокой долговой нагрузки и повышении эффективности. Вот наиболее важные для держателей облигаций моменты, озвученные в ходе презентации г-на Калмиса, а также сессии вопросов и ответов:

- Консолидированный чистый долг компании на начало 2008 г. составил 271 млн. долл. (в комментарии от 7 марта мы давали оценку на уровне 240 млн. долл.); весь долг краткосрочный и составляет около 11-12 годовых EBITDA. Долговую проблему пока планируется решать за счет нескольких источников. Во-первых – это продажа активов, в т.ч. недвижимости по схеме sale-leaseback (стоимость помещений магазинов в собственности – около 60-70 млн. долл.), а также медицинского бизнеса (только недвижимость там стоит не менее 40 млн. долл.; долга нет). Мандаты на эти сделки уже выданы. Во-вторых, 36.6 рассматривает возможность размещения гибридных долговых инструментов, понимая, что обычный долг будет стоить ей слишком дорого. Судя по риторике менеджмента мы поняли, что с Верофармом компания расстанется только в крайнем случае. Главное – что, по словам г-на Калмиса, инвестиции в развитие будут профинансированы по остаточному принципу, т.е. из средств, которые останутся (если останутся) после рефинансирования долга.
- Серьезные проблемы, которые возникли при внедрении в 2007 г. ERP-системы, в значительной степени устранены. Однако негативный эффект от этого (пустые полки, путаница в данных о запасах и ассортименте, снижение лояльности клиентов) на показатели рентабельности планируется полностью устранить лишь к 3-му кварталу 2008 г. В целом по 2008 г. розничное подразделение 36.6 должно выйти на положительное значение EBITDA.

- Повышения эффективности также планируется достичь за счет более жесткого контроля за административными и общехозяйственными расходами, закрытия неприбыльных аптек и развития собственной дистрибуции (для получения маржи, которую пока забирают дистрибьюторы).

Мы по-прежнему полагаем, что 36.6 успешно справится с прохождением июльской оферты по выпуску облигаций на 3 млрд. руб. (компания работает над планом рефинансирования исходя из того, что все 100% выпуска будут предъявлены к оферте). Это упражнение не будет простым, но у компании достаточно ликвидных активов для того, чтобы решить проблему. В крайнем случае придется продать акции Верофарма или самой 36.6. Мы по-прежнему считаем облигации компании привлекательными с точки зрения риск/доходность (УТР 21%). Напоминаем, что оферта состоится по цене 101.5% от номинала (в биржевом «стакане» доходность рассчитывается неверно).



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.Kucherov@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.