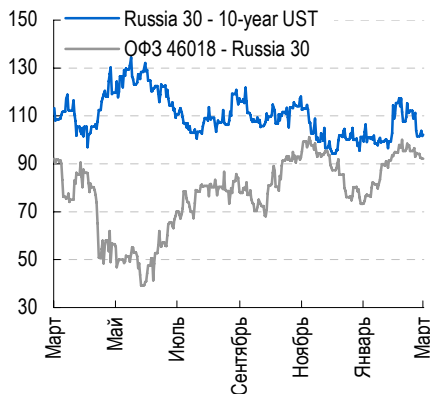


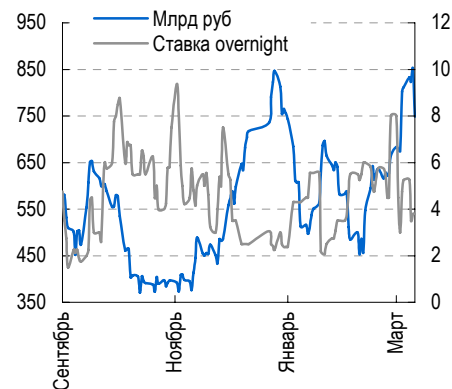
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 29 марта 2007 г.

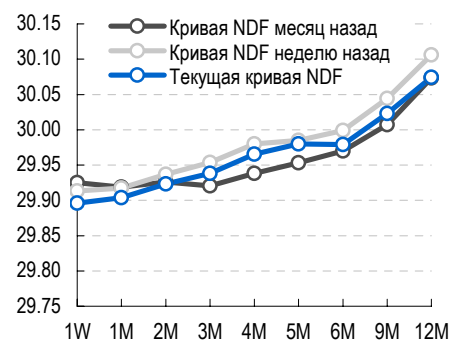
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 мар	ВВП за 4кв2006 в США
29 мар	Размещение руб.обл. ГС Сухого-1
29 мар	Core CPE за 4кв2006 в США
30 мар	Размещение руб.обл. Магнит-2
30 мар	Core CPE за февраль в США
2 апр	Индекс ISM Manufacturing за март
3 апр	Размещение руб.обл. Паркет-Холл-1
3 апр	Размещение руб.обл. ЯрОбл-34007

Рынок еврооблигаций

- Выступление главы **ФРС** способствовало росту доходностей UST. В **Russia 30** амортизация и смена купона. Новый **НСФВ 10** торгуется выше номинала (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

- Спрэды **ФСК** шире средних значений. **АИЖК 7** и **8** все еще интересны. **Карусель** выглядит уже несколько перекупленной. (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Магнит (NR): комментарий к завтрашнему размещению (стр. 3).**
- Вкратце: Вимм-Билль-Данн (B2/B+) опубликовал сильные результаты за 4-й квартал 2006 г., которые оказались лучше консенсус-ожидааний в части выручки и операционной рентабельности. Однако, из-за проведенной в 4-м квартале серии поглощений (Очаковский завод, МОЛКА) компания была вынуждена увеличить объем долга примерно на USD100 млн. По нашим оценкам, общая сумма долга ВБД, включая обязательства по торговому финансированию, к концу 2006 г. составила около USD450 млн., а показатель «Долг/ЕБИТДА» вырос до 2х. Учитывая, что компания сохраняет агрессивные планы по инвестициям (в феврале были размещены еврооблигации на USD150 млн., лишь около 50% суммы – на рефинансирование), мы не ожидаем повышения кредитных рейтингов и сужения спрэдов облигаций ВБД (WBDFRU 08 MS+180бп, ВБД-2 CCS+180бп).**
- Вкратце: Совет директоров ВымпелКома (Ba2/BB+) рекомендовал выплатить первые в истории компании дивиденды в размере USD330 млн. На наш взгляд, это нейтральная новость для держателей облигаций компании. ВымпелКом, похоже, завершил стадию активного инвестирования в развитие, в связи с чем располагает избыточной ликвидностью. По нашим оценкам, свободный денежный поток компании по итогам 2006 г. был положительным и составил не менее USD300 млн., т.е. ВымпелКом вполне может позволить себе дивидендные выплаты, не увеличивая долговую нагрузку (Чистый долг/ЕБИТДА сейчас ниже 1.0х). Еврооблигации компании торгуются с теми же спрэдами, что и выпуски МТС (Ba3/BB-), несмотря на более сильную комбинацию рейтингов у ВымпелКома.**
- Вкратце: Fitch снизило рейтинг еврооблигаций Концерна Стирол с В- до CCC+. Среди причин назван рост цен на ресурсы (газ), неопределенность стратегии, низкое качество корпоративного управления и нарушение ковенант. Решение Fitch кажется нам несколько запоздалым – Стирол сохраняет низкую долговую нагрузку и недавно начал улаживать инцидент с нарушением ковенант, предложив инвесторам беспрецедентную компенсацию (2.5пп). Так или иначе, котировки CONSTI 09 вчера рухнули с 97.0-98.0 до 92.0-94.0 (13.6%).**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.62	+0.02	+0.11	-0.08
EMBI+ Spread, бп	169	-1	-16	0
EMBI+ Russia Spread, бп	100	-1	-11	+4
Russia 30 Yield, %	5.64	0	-0.02	-0.01
ОФЗ 46018 Yield, %	6.56	0	-0.03	+0.04
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	642.8	-84.6	+249.8	-23.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	105.7	-18.1	+46.6	-9.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	63.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.87	+0.45	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.92	0	+0.01	+0.24
Нефть (брент), USD/барр.	65.8	+1.2	+3.9	+5.1
Индекс РТС	1926	+15	+68	+16

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

Американский рынок казначейских облигаций вчера демонстрировал волатильность. Доходности US Treasuries начали снижаться после выхода слабых данных по заказам на товары длительного пользования. Однако выступление **Б.Бернанке**, в котором глава ФРС высказал обеспокоенность инфляцией, заставило рынок развернуться «на 180 градусов». В итоге доходность **10-летних UST** к концу дня выросла на 26п до 4.62%. Сегодня нас ждут данные по ВВП и рынку труда США.

На рынке облигаций **Emerging Markets** пока сохраняется «status quo» – такие факторы, как рост доходности UST, эскалация напряженности на Ближнем Востоке, и высокие цены на нефть, уравнивают друг друга. Спрэд **EMBI+** вчера остался без изменений – 1696п.

Интересно, что вчера в выпуске **Russia 30** (YTM 5.64%) произошла амортизация (выплачено 0.5% от номинала), а купон вырос с 5.00% до 7.50%. Котировки выпуска вчера на это не отреагировали, спрэд к UST по итогам дня сузился до 1026п. В корпоративном сегменте отметим рост цен нового **HCFB 10** до 100 3/8 (YTM 9.35%), а также резкое снижение котировок еврооблигаций украинского Концерна Стирол (**CONSTI 09** 92.00-94.00; YTM 13.6%) в ответ на downgrade от Fitch.

Рынок рублевых облигаций

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

В начале вчерашнего дня мы наблюдали неагрессивную фиксацию прибыли в ОФЗ и выпусках первого эшелона. Однако, после того, как стало понятно, что запас ликвидности позволил банковской системе пройти налоговые платежи без заметного роста ставок, котировки этих выпусков вернулись на исходные позиции.

Мы обратили внимание на спрос в **АИЖК-7** (YTM 7.67%) и **АИЖК-8** (YTM 7.67%) – их котировки выросли примерно на 106п. Мы полагаем, что эти выпуски все еще выглядят привлекательно на фоне более длинных облигаций **АИЖК-9** (7.65%). В облигациях **ФСК** вчера, напротив, доминировали продавцы. Сейчас выпуски **ФСК 2-й, 3-й, 4-й и 5-й** серий торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ на уровне 1106п, в то время как среднее историческое значение спреда, по нашим оценкам, составляет около 95-1006п.

Во 2-м эшелоне примерно на 206п выросли котировки **Иркут-3** (YTM 7.61%). Возможно, поводом стали агрессивные ориентиры по выпуску ГСС, размещение которого намечено на сегодня (см. наш вчерашний комментарий). Кроме того, спросом пользовался выпуск **Карусель-1** (+156п; YTP 8.81%). Даже с учетом высокой вероятности поглощения сети со стороны X5, на наш взгляд, этот выпуск уже несколько «перекуплен». Восстановил свои позиции **НПО Сатурн-1** (+366п; YTM 8.62%).

Спрос на вчерашнем аукционе по размещению облигаций **Кировского завода** превысил предложение почти в 2 раза, ставка купона была установлена на уровне 9.20% (YTP 9.41%), что ниже ориентиров организатора (купон 9.25%-9.45%). К концу дня на форвардном рынке цена выпуска выросла до 100.20-100.40. Мы не видим потенциала дальнейшего сужения спреда в этом выпуске (см. наши комментарии от 27 марта).

Сегодня на вторичные торги выходят выпуски **Русь-Банк-2** и **Финансбанк-1**, а Банк России проведет размещение **ОБР-1** в объеме 140 млрд. рублей. Похоже, что на этот раз Сбербанк уже сможет поучаствовать в этом аукционе своей «IPOшной» ликвидностью.

Магнит (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы компаний «Магнит» объемом 5 млрд. руб. сроком на 5 лет с 3-летним колл-опционом по номиналу. Эмитентом облигаций выступает SPV группы – ООО «Магнит Финанс». Поручителями являются ЗАО «Тандер» (контролирует основные оптовые и розничные операции, владеет большей частью недвижимости группы) и ОАО «Магнит» (холдинговая компания).

Достаточно очевидно, что Магнит представляет собой сравнительно сильного заемщика. Это одна из крупнейших в России продуктовых розничных сетей, реализующая достаточно «умную» стратегию (динамичный рост без массивных капвложений, сопровождающийся увеличением операционной рентабельности), имеющая доступ на рынок акционерного капитала (капитализация сейчас – около USD3 млрд., листинг) и сохраняющая умеренно-консервативные показатели долговой нагрузки.

На наш взгляд, самыми интересными для обсуждения являются следующие вопросы: 1) как с точки зрения кредитного качества соотносятся между собой Магнит и X5 и 2) «сколько стоит» колл-опцион.

На наш взгляд, Магнит чуть уступает X5 по уровню кредитного качества. У X5 есть два важных преимущества – это наличие кредитных рейтингов (B1/BB-), и заметно более сильные акционеры. Единственным преимуществом Магнита является «визуально» более низкая долговая нагрузка. На наш взгляд, это временное преимущество может практически исчезнуть уже к концу 2007 г. В текущем году Магнит запланировал инвестиции в объеме USD400-500 млн. (в первую очередь в развитие гипермаркетов), что, по нашим оценкам, потребует привлечения USD300-350 млн. капитала. Будут ли это только займы, или Магнит проведет допэмиссию акций, мы не знаем. По нашим оценкам, в 2007 г. показатель Долг/EBITDA Магнита вырастет до 1.8-2.5х, т.е. будет приближаться к уровням X5. Справедливую премию за разницу в кредитном качестве Магнита и X5 мы оцениваем на уровне 20бп.

Что касается стоимости колл-опциона для Магнита, то, по нашим оценкам, она должна составлять около 15-20бп по доходности.

Облигации X5 с погашением в декабре 2010 г. в настоящее время торгуются с доходностью 8.50% (CCS+240бп). Возможно, спреды X5 чуть шире «справедливых», что связано с «навесом» планируемых к размещению облигаций компании общим объемом 25 млрд. руб. Так или иначе, 5-летние облигации сейчас стоили бы X5 примерно 8.70%-8.75%. Учитывая разницу в кредитном качестве Магнита и X5, а также присутствие в структуре займа колл-опциона, справедливую доходность по новому выпуску Магнита мы оцениваем на уровне 9.0-9.1%.

В сегменте облигаций розничных компаний мы не рекомендуем инвесторам переплачивать за «оптическую» разницу в кредитном качестве. Компании с низкой долговой нагрузкой неизбежно увеличивают ее, т.к. в погоне за максимизацией стоимости акционеры стараются в полной мере использовать возможности финансового рычага. Поэтому мы рекомендуем инвесторам придерживаться высокодоходных выпусков облигаций компаний 2-3 эшелона (например: **Монетка, АЛПИ, Матрица, Виктория, Копейка, ДИКСИ**, проч.). Агрессивный аппетит к поглощениям в этом сегменте, который демонстрируют крупнейшие российские и иностранные операторы, снижает риск дефолта даже для компаний с высокой долговой нагрузкой, т.к. в случае возникновения финансовых затруднений розничная сеть с высокой вероятностью будет просто приобретена более сильным игроком. Для других сегментов розницы эти рассуждения справедливы в меньшей степени.

Основные финансовые показатели Магнита, МСФО, USD млн.			
	2005 аудированная	2006 оценка	2007 прогноз
Выручка	1 578	2 505	3 489
Валовая прибыль	290	453	610
ЕВITDA	79	125	196
Чистая прибыль	37	71	101
Чистый долг	114	105	350-450*
Собственный капитал	49	308	400-500*
Валовая рентабельность	16.8%	18.1%	17.9%
Рентабельность ЕВITDA	5.0%	5.0%	5.6%
Чистая рентабельность	2.3%	2.8%	2.9%
Чистый Долг/ЕВITDA(x)	1.4	0.8	1.8-2.3*
ЕВITDA / проц. Платежи(x)	6.1	6.6	5.0*
Фин. Долг / Капитал(x)	3.3	0.4	0.7-1.1*

Источник: данные компании, *оценки 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	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@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 Лавракас	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.