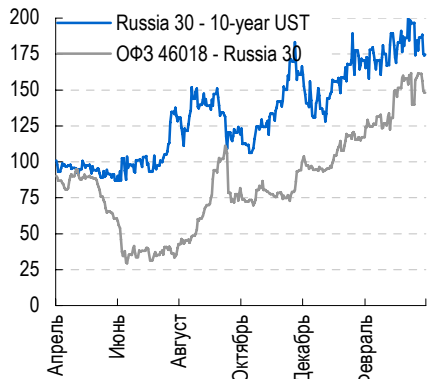
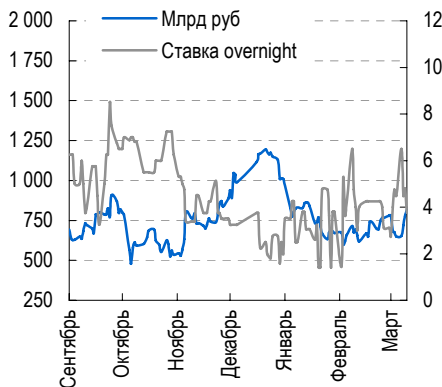


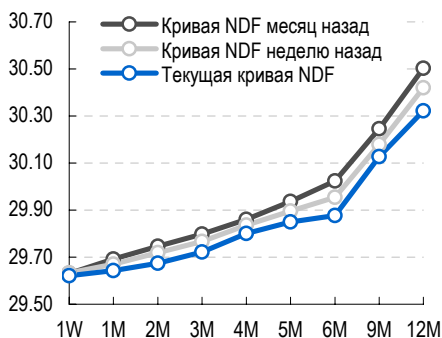
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 апр	Индекс ISM в сфере услуг
3 апр	Размещение руб. обл. МБПП-2
4 апр	Nonfarm Payrolls за март
7 апр	Статистика по потреб. кредитам в США (фев.)
7 апр	Размещение руб. обл. Газкон-1
8 апр	Стенограмма мартовского заседания ФРС
9 апр	Аукцион ОФЗ-25062 (6 млрд. руб.)
9 апр	Аукцион ОФЗ-46021 (9 млрд. руб.)

Рынок еврооблигаций

- Выступление **Бернанке** воспринято с умеренным оптимизмом. Размещение **Газпрома**: в дополнение к уже сказанному (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ликвидности все больше, но бдительность терять не следует. Глава **ЦБ** *пока* спокойно относится к «перекрестным» схемам. (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть **ДИКСИ (NR)** показала хорошие результаты за 2007 г. (стр. 4).
- Вкратце: ТД Копейка (S&P CCC)** ведет переговоры о привлечении акционерного или гибридного финансирования на 150 млн. долл. (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, такая сделка, безусловно, позволила бы снизить кредитный риск по коротким долговым обязательствам компании. Мы по-прежнему воспринимаем риск Копейки как производную от кредитоспособности ее основного акционера – владельца ФК Уралсиб Н.Цветкова. Мы полагаем, что г-н Цветков имеет ресурсы и высокую заинтересованность в поддержке компании, поэтому по-прежнему считаем облигации сети (16-17%) интересными с точки зрения риск/доходность.
- Вкратце: Сеть гипермаркетов Карусель (NR)** показала прекрасные результаты за 2007 г. по МСФО. Компании удалось более чем удвоить выручку, повысить рентабельность и одновременно снизить объем чистого долга за счет грамотного управления оборотным капиталом. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилось до 2х с 7х в 2006 г. Мы считаем вероятным поглощение Карусели сетью Х5 (В1/BB-), но связанный с этим потенциал роста котировок облигаций Карусели весьма ограничен (10.23%).
- Вкратце: УВЗ (NR)** завершил реорганизацию из ФГУП в ОАО, но может не войти ни в Ростехнологии, ни в бронетанковый холдинг. (Источник: Коммерсантъ). Мы воспринимаем эту новость скорее как нейтральную с точки зрения кредитного риска по облигациям завода.
- Вкратце: Росимущество не оставляет попыток национализировать аэропортовый комплекс Домодедово** (Источник: Коммерсантъ). Безусловно, это тревожная новость для кредиторов группы Ист Лайн (S&P B-). Однако мы все же надеемся, что конфликт удастся разрешить за счет выплаты Ист Лайном денежной компенсации. Кредитный риск по остаткам короткого выпуска облигаций КААД (11.9% к оферте в мае) мы оцениваем как умеренный.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.60	+0.04	+0.05	-0.43
EMBI+ Spread, бп	290	-6	-1	+51
EMBI+ Russia Spread, бп	181	-2	-13	+34
Russia 30 Yield, %	5.34	+0.03	-0.02	-0.17
ОФЗ 46018 Yield, %	6.82	+0.01	-0.03	+0.35
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	611.3	-10.5	+67.4	-277.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	205.1	+51.9	+74.4	+90.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	6.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.21	-0.33	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.03	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	103.8	+3.6	+3.3	+9.9
Индекс РТС	2070	+6	+38	-221

Рынок еврооблигаций

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

СЛОВА БЕРНАНКЕ ВОСПРИНЯТЫ С УМЕРЕННЫМ ОПТИМИЗМОМ

Внимание участников рынка в среду было направлено на выступление главы **ФРС** в **Конгрессе**. Г-н **Бернанке** признался, что ФРС снизила прогноз роста экономики по сравнению с январской оценкой, и что в первой половине года он вообще может быть слегка отрицательным, а также поделился подробностями об операции по спасению **Bear Stearns** от банкротства. Затем **Бернанке** отметил, что инфляция все еще остается серьезной проблемой, и упомянул, что **ФРС** готова и дальше предпринимать активные действия по обеспечению нормального функционирования рынков.

Инвесторы восприняли выступление главы **ФРС** с умеренным оптимизмом – котировки акций двинулись вверх (но к вечеру все же скорректировались), в **US Treasuries** начались продажи, кривая стала более плоской, а число инвесторов, надеющихся на снижение **FED RATE** на 50 бп в апреле, сократилось до скромных 12% (с 24% днем ранее). Вчера же, кстати, вышли весьма противоречивые данные по рынку труда и слабые – по промышленным заказам.

Пока наши прогнозы в части снижения доходностей **UST** и расширения спреда **UST10yr-UST2yr** до 200бп и выше не сбываются, а, скорее, напротив. Тем не менее, мы не меняем своих ожиданий. Мы думаем, что оптимизм рассеется после серии разочаровывающее слабых данных по экономике США, а **FED RATE** еще снизят, и не один раз. Сегодня, кстати, выйдет индекс **ISM** в сфере услуг, а завтра – мартовские **Payrolls**.

EMERGING MARKETS

Облигации развивающихся рынков вчера сократили дистанцию к базовым активам – спред **EMBI+** сузился на 6 пунктов до 290 бп. Этому в первую очередь способствовали новости из **Латинской Америки**: фермеры в **Аргентине** наконец-то приостановили длившуюся 3 недели забастовку, а **Перу** получило рейтинг инвестиционной категории (**BBB-**) – от агентства **Fitch**. Новости, правда, не повлияли на российский сегмент – выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.34%) торговался вчера около 115 пп., спред – 175 бп. В корпоративном секторе мы видели продажи практически во всех облигациях первого эшелона (**LUKOIL, TMENRU, GAZPRU, ALROSA, EVRAZ**). Наиболее длинные выпуски потеряли до 3/4 – 1 пп. Причина очевидна, о ней – ниже.

РАЗМЕЩЕНИЕ ГАЗПРОМА: В ДОПОЛНЕНИЕ К УЖЕ СКАЗАННОМУ

Собственно, все уже знают, что **Газпром** (**A3/BBB/BBB**) вчера завершил размещение 2-х траншей общим объемом 1.5 млрд. долл. «Заманив» инвесторов очень привлекательными ориентирами (о них мы вчера писали в спец. обзоре), **Газпром** затем скорректировал их вниз. Тем не менее, премия к кривой оказалась очень существенной (55-70бп), поэтому мы ожидаем, что «сближение» новых выпусков и «старого» рынка продолжится в ближайшие дни. Т.е. котировки длинных «корпоративок» пойдут пониже, а новые выпуски **Газпрома** могут подрасти в цене.

Мы слышали, что первые сделки с ними уже прошли выше номинала (+1пп). Кроме того, на рынке говорят об участии в размещении крупного американского фонда, который приобрел львиную долю выпуска.

И еще одно интересное умозаключение: текущие котировки валютных форвардов позволяют получить из размещенных **Газпромом** евробондов рублевые выпуски с доходностью 11-12%! Есть о чем подумать...

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЛИКВИДНОСТИ ВСЕ БОЛЬШЕ; НО БДИТЕЛЬНОСТЬ ТЕРЯТЬ НЕ СЛЕДУЕТ

Банковская система продолжает получать ликвидность из бюджета (или от институтов развития, что почти одно и то же). К сегодняшнему утру сумма корсчетов и депозитов выросла еще на 41.4 млрд. рублей до 816.4 млрд. И это несмотря на сокращение объема операций прямого репо с ЦБ до 46.1 млрд. рублей (-35.5 млрд.). Валютные интервенции регулятора во вторник (500-700 млн. долл.), по нашим оценкам, сыграли в данном случае роль второго плана.

На этом фоне настроения участников долгового рынка вчера были весьма позитивны – мы отметили покупки по довольно широкому спектру бумаг. Причем, спросом пользовались в том числе и длинные облигации **1-го эшелона** – по итогам дня больше всех прибавили в цене выпуски **АИЖК-11** (УТМ 9.51%, +40бп) и **АИЖК-10** (УТМ 9.44%, +35бп). Возможно, инвесторы «отыгрывают» новость о переносе агентством новых размещений на конец года.

Но все же, основной интерес был сосредоточен в коротких выпусках 1-го/2-го эшелонов с доходностью около 10%.

На наш взгляд, пока происходящее на рынке больше напоминает спекуляции на волне эйфории от значительного притока ликвидности, поэтому мы рекомендуем инвесторам соблюдать осторожность. Основные проблемы («дефицит» длинного финансирования, «навес» новых размещений и квартальный НДС) пока еще никуда не исчезли.

«ПОКА СПОКОЙНО ОТНОШУСЬ»

Вчера на съезде **Ассоциации российских банков** выступал председатель **ЦБ С.Игнатьев**. Ничего кардинально нового по сравнению с известной риторикой других представителей **Центробанка** г-н Игнатьев не сказал. Тем не менее, некоторые тезисы его речи стоит упомянуть:

- ЦБ рассчитывает, что инфляция по итогам года не превысит 10% (за 1-й квартал 4.8%);
- ЦБ прогнозирует чистый приток капитала в 2008 году на уровне 20-60 млрд. долл. (на наш взгляд, слишком оптимистичный прогноз);
- ЦБ не исключает дальнейшего повышения ставки рефинансирования и отчислений в ФОР в целях борьбы с ростом цен (не очень хороший сигнал для рынка);
- Отвечая на вопрос о том, как **Банк России** относится к «перекрестным» схемам фондирования в ЦБ, г-н Игнатьев сказал: «Пока спокойно отношусь, а потом посмотрим. Пока особых рисков не вижу»...

НОВЫЕ КУПОНЫ

Вчера по выпуску **АЦБК-3** (УТР 8.72%) была определена новая годовая оферта с купоном 9.75%, что в текущих условиях трудно назвать привлекательным. Возможно, компания рассчитывает забрать выпуск, а затем продать облигации обратно «в рынок» по цене ниже номинала, как уже неоднократно делали другие эмитенты.

ДИКСИ (NR): хорошие результаты за 2007 г. по МСФО

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

Розничная сеть ДИКСИ вчера опубликовала неаудированную консолидированную отчетность по МСФО за 2007 г.

Благодаря хорошим результатам в 4-м квартале, итоговые показатели компании за весь прошлый год оказались лучше наших прогнозов (см. спец. обзор от 17 августа 2007 г.). Благодаря усилению переговорных позиций в отношениях с поставщиками, а также росту доли private label, в 2007 г. ДИКСИ удалось увеличить валовую рентабельность до 24.1% (+3.0 п.п.). Рост доли собственных помещений способствовал сокращению расходов на аренду. Кроме того, компании удалось снизить затраты на логистику (в т.ч. благодаря открытию в ноябре единого распределительного центра в Рязани). В результате, рентабельность по EBITDA по итогам 2007 г. возросла до 5.0%.

Проведенное в 1-м полугодии IPO, рост рентабельности и грамотное управление оборотным капиталом (в первую очередь – увеличение «кредиторки») позволили ДИКСИ заметно снизить долговую нагрузку. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» по итогам 2007 г. составило 2.4x против 4.9x в 2006 г.

В 2008 г. ДИКСИ планирует открыть порядка 100 магазинов и увеличить выручку на 35-40%. Заявленный объем инвестиций на этот год – 160-180 млн. долл. (в 2007 г. потрачено около 125 млн. долл.). По нашим оценкам, показатель EBITDA в 2008 г. достигнет 100 млн. долл., а чистый долг увеличится до 300 млн. долл., т.е. уровень долговой нагрузки останется в рамках заявленного ранее «потолка» (3.0x). Мы, к сожалению, не знаем, изменились ли как-то принципы финансовой политики в связи с недавней сменой контролирующего акционера, т.е. оставила ли компания это «самоограничение» в части долговой нагрузки.

Длинные облигации ДИКСИ (14-15%), на наш взгляд, сейчас выглядят более-менее справедливо с точки зрения риск/доходность.

Ключевые финансовые показатели Группы ДИКСИ, МСФО

млн. долл.	2006 г.	6мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2007 г.
Выручка	1 009.2	652.1	990.2	1 443.3
EBITDA	44.7	29.7	44.9	71.8
Финансовый долг	264.1	153.6	182.3	220.1
Чистый долг	217.0	133.4	168.0	169.2
Собственный капитал	64.5	201.5	211.5	217.4
Капитальные затраты	150.0	45.8	100	123.7
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	4.4%	4.6%	4.5%	5.0%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	5.9	2.6	3.0	3.06
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	4.9	2.2	2.8	2.4
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	4.1	0.8	0.9	1.0

Источник: данные компаний, 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.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.