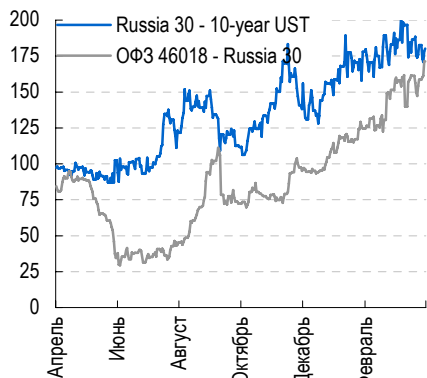
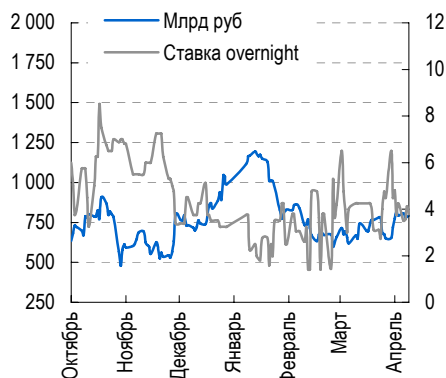


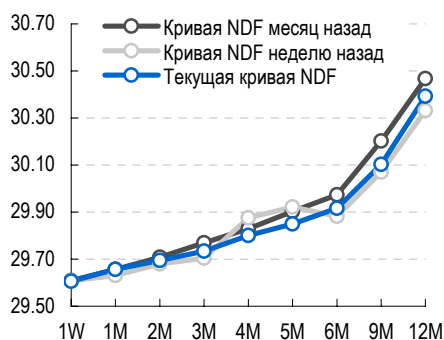
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

10 апр	Отчетность ЛУКОЙЛа за 2007 г.
10 апр	Размещение руб. обл. Сорус-2
11 апр	Индекс доверия потребителей (Мичиган)
14 апр	Статистика по розн. продажам в США
15 апр	Уплата акцизов, ЕСН, страховых выплат
15 апр	Индекс цен производителей в США
15 апр	Индекс Empire Manufacturing
16 апр	Индекс потребительских цен в США

### Рынок еврооблигаций

- Оптимисты вчера отступили. В российском сегменте ничего интересного. Казахский **Халык Банк** быстро разместил новый выпуск (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Итоги вчерашних размещений вполне закономерны. Вторичный рынок стабилен. (стр. 3).

### Новости, комментарии и идеи

- **Сорус (NR): комментарий к размещению** (стр. 3).
- **Вкратце: Инфляция в России за первую неделю апреля составила 0.5%, сообщил Росстат.** Таким образом, накопленная инфляция с начала года достигла уже 5.3% (против 3.7% за аналогичный период 2007 г.). Мы полагаем, что разгон инфляции увеличивает вероятность повышения Центробанком ключевых ставок (репо, депозиты). Мы думаем, что на самом деле повышение ставок на 25bp не представляет серьезной угрозы для российского долгового рынка. Тем не менее, в силу «психологического» эффекта инфляционные новости наверняка ухудшат настроения на рынке рублевых облигаций.
- **Вкратце: АФК Система (Ва3/ВВ-ВВ-) входит в число претендентов на приватизируемый Укртелеком.** Стартовая цена актива установлена на уровне 2.4 млрд. долл. (Источник: Ведомости). Новость вновь напоминает о крупных инвестиционных амбициях Системы, которые могут привести к резкому росту долговой нагрузки группы. На этом фоне сохраняется риск расширения спрэдов CDS и еврооблигаций Системы.
- **Вкратце: Группа Черкизово (NR) опубликовала неплохие предварительные результаты за 2007 г.** Pro forma выручка достигла 934 млн. долл., показатель EBITDA margin увеличился с 12% до 14%. Из-за большого объема инвестиционных расходов долговая нагрузка осталась высокой (Долг/pro forma EBITDA ≈ 5x). Облигации компании неликвидны и выглядят дорого (9.7%).
- **Вкратце: S&P опубликовало осторожно-нейтральный обзор по банковскому сектору России, Казахстана и Украины** («Liquidity Tension At Kazakh, Russian, And Ukrainian Banks Looks Manageable, But Highlights Inherent Structural Vulnerabilities»). Рейтинговое агентство указывает на риски, связанные с вероятным затяжным характером глобального кризиса ликвидности. В то же время, S&P отмечает ряд факторов (в первую очередь – поддержка регуляторов), которые помогут банкам избежать проблем с платежеспособностью.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.48	-0.08	+0.02	-0.55
EMBI+ Spread, бп	292	+10	-4	+53
EMBI+ Russia Spread, бп	188	+14	-1	+41
Russia 30 Yield, %	5.27	0	-0.10	-0.24
ОФЗ 46018 Yield, %	6.98	+0.10	+0.10	+0.51
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	555.8	+24.0	+37.5	-332.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	237	-16.3	+86.6	+122.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	13.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.77	-0.02	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.01	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	108.5	+2.2	+4.3	+14.6
Индекс РТС	2115	+25	+102	-176

## Рынок еврооблигаций

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

### ОПТИМИСТЫ ОТСТУПИЛИ

Оптимисты, несколько дней удерживавшие рынки от очередной волны «бегства к качеству», вчера вынуждены были отступить под давлением очередной порции плохих новостей. Рост **товарных запасов** в США превысил ожидания, указав на снижение потребительской активности. Кроме того, вчера была опубликована весьма слабая отчетность почтовой компании **UPS**, а **S&P** снизило кредитные рейтинги ряда *monocline insurers*. Американские индексы акций вчера снизились, а с ними и доходности **US Treasuries** – **10-летние ноты** торговались с доходностью 3.48% (-7 бп.), **2-летние** – 1.77% (-11 бп.).

Глава **ФРБ Далласа Ричард Фишер** во вчерашнем заявлении отметил, что у **ФРС** еще осталось немало инструментов по поддержанию ликвидности. Участники рынка, похоже, услышали «обратное» – они опасаются, что регулятор почти исчерпал свои возможности по поддержке. Как бы то ни было, сегодня пройдет очередной аукцион **TSLF**, в рамках которого банкам будет предложены **UST** объемом до 50 млрд. долл. (в обмен на **MBS**). Под давлением такого предложения доходности **US Treasuries** могут временно прекратить снижение. Тем не менее, с оговоркой на этот фактор, мы продолжаем ожидать увеличения наклона кривой **UST**.

### EMERGING MARKETS

В сегменте развивающихся рынков царят не самые оптимистичные настроения, но на фоне низкой торговой активности рыночная реакция на новости минимальна. Президент Венесуэлы **Уго Чавес** вчера объявил о национализации крупнейшей металлургической компании страны, но эта новость почти не повлияла на котировки выпусков **VENZ**. Цифры по инфляции в **Бразилии** также были проигнорированы, хотя опубликованный вчера индекс потребительских цен **ICPA** оказался заметно выше прогнозов из-за пресловутой «агфляции». Теперь участники рынка ждут повышения локальной ставки рефинансирования и «охлаждения» бразильской экономики.

В российских облигациях среда прошла еще скучнее, чем вторник. **RUSSIA 30** (YTM 5.27%) торгуется на тех же уровнях – 115 1/2 пп, спрэд расширился до 180 бп из-за ралли в **UST**. В корпоративном сегменте котировки медленно снижаются.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Казахстанский **Халык Банк** (Ваа3/BB+/BB+) вчера завершил размещение евробондов объемом USD300 млн. с доходностью 9.50%, что соответствует спрэду к кривой банка на уровне 40-50 бп. Мы пока не видели котировок нового выпуска на вторичном рынке. Размещение подтверждает тезис о том, что пока следует держаться подальше от длинных корпоративных и банковских выпусков. Даже в периоды улучшения конъюнктуры сужение спрэдов маловероятно, т.к. тут же будут появляться новые выпуски, предлагающие солидные премии. Возможна игра на этих самых премиях, но она достаточно рискованна и оправдана лишь для тех, кто хорошо осведомлен о деталях бук-билдинга того или иного выпуска.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ИТОГИ ВЧЕРАШНИХ РАЗМЕЩЕНИЙ ВПОЛНЕ ЗАКОНОМЕРНЫ

Главным источником новостей вчера был первичный рынок. Наибольший интерес у «широкого» рынка вызвало размещение выпуска **УРСИ-8** на 2 млрд. рублей. Ставка купона была установлена в размере 9.60% к 2-летней оферте (УТР 9.83%). После размещения новые облигации торговались на форвардах по 100.15-100.25.

Вчерашний аукцион по выпуску **Москва-46** тоже прошел достаточно успешно. **Москомзайму** удалось разместить порядка 93% из предложенных 5 млрд. рублей. Средневзвешенная доходность составила 7.03%, хотя накануне облигации торговались около 6.80%. Тем не менее, мы по-прежнему пока не видим смысла участвовать в размещениях московских облигаций. **Москва**, скорее всего, продолжит выходить на первичный рынок и каждый раз наверняка будет вынуждена платить премию. На наш взгляд, потенциал для переоценки здесь еще отнюдь не исчерпан и составляет еще не менее 100бп по доходности.

Аукционы по доразмещению **ОФЗ** прошли по вполне ожидаемому сценарию – Минфин разместил около 92% из заявленных 15 млрд. рублей без предоставления существенной премии. Судя по реестру сделок, оба выставленных на аукцион выпуска (**46021** и **25062**) разошлись по нескольким крупным портфелям. Фактически происходящее в **ОФЗ** теперь определяется поведением очень небольшой группы инвесторов и **Минфина**. Не будучи "инсайдерами", мы не можем содержательно комментировать происходящие там события.

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК СТАБИЛЕН

Картина на денежном и долговом рынках не меняется – ставки **overnight** остается на низком уровне, котировки рублевых облигаций, в целом, продолжают колебаться около уровней, достигнутых на прошлой неделе. Вчера мы отметили активизацию инвесторов в качественных и относительно коротких выпусках **2-го эшелона** с доходностью около 9-10%. В частности, спросом пользовались **Русский стандарт-6** (УТР 10.96%, +27бп), **Седьмой континент-2** (УТР 9.63%, +16бп), **ЯрОбласть-7** (УТМ 9.28%, +15бп), **Кокс-2** (УТР 10.80%, +11бп).

Мы полагаем, что с приближением налоговых выплат торговая активность будет снижаться. Существенных движений котировок облигаций мы не ожидаем.

### НОВЫЕ КУПОНЫ И ОФЕРТЫ

По облигациям **Белазкомплект-1** (УТР 35.1%) были определены купон в размере 14.5% и полугодовая оферта. В выпуске **Кора-1** (УТР 13.39%) – новая 3-месячная оферта с купоном на этот период в размере 11%.

## Сорус (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение 2-го облигационного займа ООО «Сорус Капитал» объемом 1.5 млрд. рублей с погашением через 4 года и офертой через год. Поручителями по займу выступают входящие в Группу СОРУС компании-импортеры ООО «Контур» и ООО «Рубикон», а также торговая компания ООО «Тесса», консолидирующая основную часть оборота группы в России. Около трети привлеченных средств Сорус планирует направить на рефинансирование долга.

Группа СОРУС входит в тройку ведущих российских компаний-импортеров фруктов. Собственниками группы являются ее основатели/топ-менеджеры – В. Линецкий (51%), С.Васильев (25%) и А.Белоголов (24%). Порядка 60% от общего объема импортируемых группой фруктов составляют бананы.

Среди сильных сторон компании можно отметить значительный опыт работы на российском рынке и крепкие рыночные позиции, наличие собственных плантаций в Эквадоре (1270 га), собственный коммерческий флот (14 судов) и логистический комплекс (17 логистических терминалов и 81 автомобиль), а также обширную дистрибьюторскую сеть (17 торговых филиалов в крупнейших городах).

Согласно отчетности Соруса по МСФО, в 2007 г. выручка группы увеличилась на 35.2%, в то время как показатель EBITDA margin почти удвоился. Учитывая то, что в периметр консолидации не входят ряд компаний, нам сложно судить о том, что стало причиной роста рентабельности – реальное повышение эффективности или перераспределение прибыли с компаний, не консолидируемых в отчетность.

Инвестиции в основной и оборотный капитал в 2007 г. привели к росту объема долга Соруса, поэтому, несмотря на утроение показателя EBITDA, долговая нагрузка компании остается умеренно-высокой (см. табл. ниже).

В числе ключевых кредитных рисков мы отмечаем недостаточную прозрачность Соруса (не все компании группы консолидированы), высокий уровень конкуренции, а также возможное усиление давления со стороны розничных сетей (в части закупочных цен, отсрочек) по мере консолидации последних.

В принципе, новая «система координат» в части стоимости риска пока появилась лишь для эмитентов 1-2 эшелона, поэтому с уверенностью утверждать, сколько должен платить Сорус по своим новым облигациям, мы не беремся. По нашим ощущениям, в текущих условиях рублевые облигации неплохого эмитента 3-го эшелона (которым, на наш взгляд, является Сорус) должны предлагать доходность не ниже 14-15%.

<b>Ключевые финансовые показатели , МСФО</b>		
<b>млн. USD</b>	<b>2006 г.</b>	<b>2007 г.</b>
Выручка	244.3	330.4
ЕВITDA	13.8	38.5
Чистая прибыль	7.5	24.5
Чистый Долг	76.6	129.7
Собственный капитал	39.7	75.8
Активы	141.6	223.8
Капвложения	10.7	30.1
FCF	(43.2)	(39.5)
<b>Ключевые показатели</b>		
Рентабельность EBITDA	5.6%	11.6%
Рентабельность чистой прибыли	3.1%	7.4%
Чистый Долг / EBITDA (x)	5.5	3.4
EBITDA / проценты (x)	2.3	3.4
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	1.9	1.7

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.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.