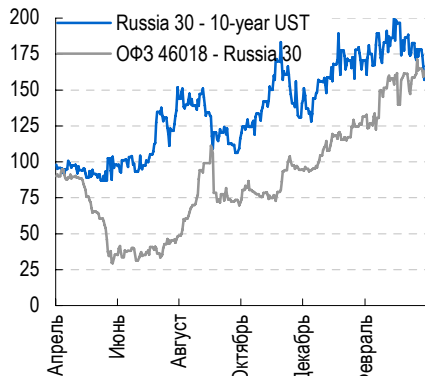
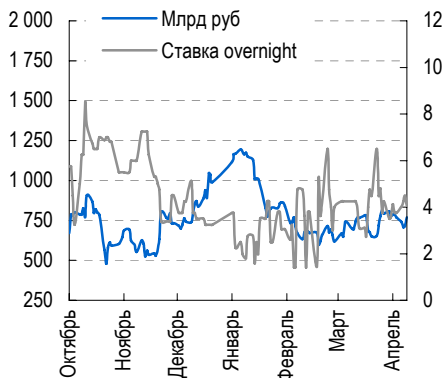


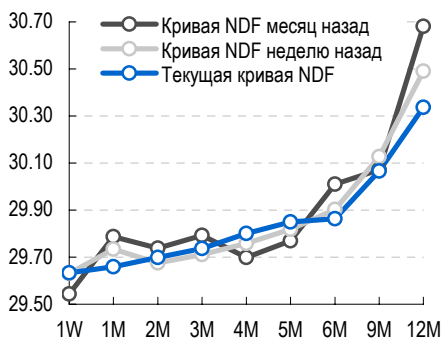
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

17 апр	Индекс Philadelphia Fed
17 апр	Индекс Ведущих Индикаторов
17 апр	Размещение рубл. обл. УРСА-Банк-8
17 апр	Размещение рубл. обл. Стройтрансгаз-3
17 апр	Размещение рубл. обл. РенессансКапитал-2
18 апр	Размещение рубл. обл. Амурметалл-2
21 апр	Уплата НДС за 1 кв. 2008 г.
22 апр	Статистика по втор. рынку жилья в США

### Рынок еврооблигаций

- **JPMorgan** провозглашает конец кредитного кризиса. Вторичный рынок чувствует себя нормально. Об оферте по **RUSSIA 28** и новостях, ожидаемых сегодня (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынок растет на ожидании господдержки: радоваться или нет? О первичных размещениях, а также об обосновании **Москвой** своих низких доходностей (стр.3).

### Новости, комментарии и идеи

- **Амурметалл (NR): комментарий к размещению** (стр. 4).
- **Вкратце: Розничная сеть Самохвал (NR) продала допэмиссию акций в размере 25% от капитала группе Unicredit за 50 млн. евро.** (Источник: Коммерсантъ). Безусловно, это хорошая новость для кредиторов сети. По облигациям компании 23 апреля наступает оферта. Купон на следующие полтора года – 14.5%. На наш взгляд, это неплохая компенсация за риск сети после появления в ее капитале такого акционера как Unicredit (Aa2/A+).
- **Вкратце: Рольф (Ва3/ВВ-) сообщил предварительные результаты 2007 г.** Выручка группы достигла 4 млрд. долл. (+46%), показатель EBITDA – 294 млн. долл. (+34%). Данных об объеме долга компания пока не сообщила. Ранее компания заявляла о намерении удерживать показатель «Чистый долг без торгового финансирования/EBITDA» в пределах 1.5x. На середину 2007 г. он составлял около 0.5x. Мы нейтрально относимся к еврооблигациям ROLFGP 10.
- **Вкратце: В офисе оператора наружной рекламы Gallery (В-/Саа1) прошли обыски** (Источник: Коммерсантъ). Это может спровоцировать продажи в выпуске еврооблигаций GALCAP 13.
- **Вкратце: X5 Retail Group, МТС, Северсталь-Авто и БИНБАНК отчитались за 2007 г. по МСФО.** Мы не заметили в отчетности этих эмитентов никаких сюрпризов. На наш взгляд, рынок облигаций проигнорирует опубликованные результаты.
- **Вкратце: Магнит (NR) завершает SPO.** Объем привлеченных средств составит около 480 млн. долл. (Источник: Reuters). Инъекция капитала позволит укрепить баланс компании и ограничить рост долговой нагрузки, несмотря на амбициозную инвестпрограмму. Облигации Магнита, на наш взгляд, не очень привлекательны в текущей конъюнктуре с точки зрения риск/доходность/репутность.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.69	+0.09	+0.38	-0.34
EMBI+ Spread, бп	265	-14	-46	+26
EMBI+ Russia Spread, бп	163	-14	-35	+16
Russia 30 Yield, %	5.27	+0.02	-0.06	-0.24
ОФЗ 46018 Yield, %	6.86	0	-0.02	+0.39
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	652.6	+50.6	+140.6	-235.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	117.3	+4.0	-66.0	+2.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	27.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.03	-0.06	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.02	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	112.7	+1.4	+11.0	+18.8
Индекс РТС	2161	+47	+170	-130

## Рынок еврооблигаций

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

### *JP MORGAN ПРОВОЗГЛАШАЕТ КОНЕЦ КРЕДИТНОГО КРИЗИСА*

На мировых рынках вчера вновь царил оптимизм. Результаты отчитавшихся вчера компаний (**Coca-Cola**, **Wells Fargo**, **IBM**, **JPMorgan**) за 1-й квартал оказались выше ожиданий аналитиков. Глава **JPMorgan** в ходе телеконференции заявил, что кредитный кризис подходит к концу. На этом фоне ралли на рынках акций получило продолжение (**DJI** +2.03%). В **US Treasuries**, соответственно, преобладали продажи: кривая сместилась вверх еще на 10 бп: 10-летние ноты торговались с доходностью 3.69%.

«Макро»-новости вчера были не столь оптимистичны, но бодрый рынок их достаточно быстро «переварил». **Промышленное производство** выросло за март на 0.3% (аналитики ожидали снижения), **инфляция** все еще довольно высока (годовой **CPI** – 4.0%, **Core CPI** – 2.4%) и продолжает расти, а **объемы строительства жилья** упали до 17-летнего минимума. Опубликованная вчера «**Бежевая Книга**» тоже была выдержанна в умеренно-пессимистичных тонах.

### *ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК*

Спрэд **EMBI+** вчера сузился еще на 14 бп., сократившись таким образом на 23 бп с начала недели. Впрочем, сужение произошло в основном за счет продаж в **US Treasuries**.

Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.26%) торгуется все там же – около 115 1/2 пп. Спрэд открылся на уровне 165 бп., а к утру сузился до 160 бп. В корпоративном сегменте мы отметили покупки в **TMENRU 16** (YTM 8.24%), **ALFARU 12** (YTM 9.29%), **VIP 16** (YTM 8.42%), **MOBTEL 12** (YTM 7.23%).

### *ОБ ОФЕРТЕ ПО RUSSIA 28 И НОВОСТЯХ, ОЖИДАЕМЫХ СЕГОДНЯ*

По сообщению агентства **Интерфакс**, **Минфин** начал сбор заявок на досрочное погашение выпуска **RUSSIA28**. Пут-опцион по выпуску назначен на 24 июня 2008 г. Вряд ли кто-то в здравом уме захочет досрочно погасить облигации по номиналу – сейчас на рынке выпуск котируется по 180% от номинала!

В **США** сегодня публикуются индексы **Leading Indicators** и **Philadelphia Fed**, а также отчитываются такие компании как **Merrill Lynch**, **Bank of New York** и страховщик **MGIC**. Сегодня, кстати, мы ждем появления price-talk по выпуску (ам) **Евраз**.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *РЫНОК РАСТЕТ НА ОЖИДАНИИ «ГОСПОДДЕРЖКИ»; РАДОВАТЬСЯ ИЛИ НЕТ?*

Вчера мы наблюдали мини-ралли. Наибольший рост был отмечен в котировках облигаций **1-го эшелона**. Длинные выпуски **АИЖК**, **Газпрома**, **ЛУКОЙЛа** прибавили в цене порядка 30-50бп. Спросом также пользовались наиболее качественные бумаги **2-го эшелона** (**АФК Система-1**, **ГАЗ-1**, **ТМК**).

По одной из циркулирующих версий, покупки в рублевых облигациях делаются с расчетом на скорое появление на рынке десятков миллиардов рублей от госкорпораций. Не исключено, что в качестве основных покупателей выступали банки и управляющие компании, высоко оценивающие свои шансы на победу конкурсе на управление средствами **Фонда ЖКХ**, который определится с выбором в мае. В случае победы, они, возможно, смогут продать **Фонду** эти бумаги по еще более высоким ценам.

Вообще процессы, происходящие на рынке облигаций, на наш взгляд, нельзя назвать «здоровыми». Инфляция в **России** по-прежнему высока, а «накачивая» рынок ликвидностью, правительство скорее делает так, чтобы реальные процентные ставки оставались отрицательными, чем наоборот. Население, естественно, в таких условиях воздерживается от сбережений, направляя доходы на потребление и

раскручивая инфляционную спираль. Если раньше недостаток сбережений компенсировался привлечением на внешнем рынке, то сейчас – бюджетными деньгами. На наш взгляд, в результате усиления роли государства/госкорпораций российский рынок корпоративных облигаций тоже может потерять элементы «рыночности» наподобие сегмента госбумаг. Чем активнее «консервируется» ситуация низких процентных ставок на фоне высокой инфляции, тем болезненнее в будущем может быть возвращение рынка к «сбалансированному» состоянию.

В заключение этой секции комментария отметим, что, по оценкам наших дилеров, ЦБ вчера купил еще около 2 млрд. долл. На этом фоне ставки **overnight** находились на уровне 4%. Кстати, вчера **Минфин** опубликовал условия проведения сегодняшнего депозитного аукциона – банкам будет предложено 300 млрд. рублей по минимальной ставке 7.25%.

### **НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ**

Сегодня в центре внимания будет первичный рынок, где состоятся сразу три аукциона – **Банк Ренессанс капитал-2**, **Стройтрансгаз-3** и **УРСА-8**. Свое мнение относительно двух первых выпусков мы озвучили во вчерашнем комментарии. Объем выпуска **УРСА Банка** составляет 10 млрд. рублей, предусмотрена годовая оферта. Маркетинг выпуска проходит очень «тихо»: насколько мы понимаем, широкая рассылка с приглашением участвовать в размещении не проводилась. Ориентир по купону составляет 11.5% (УТР 11.83%), что фактически не предполагает какой-либо премии к уже обращающимся выпускам. Судя по всему, планируется нерыночное размещение.

### **МОСКВА «ОБОСНОВЫВАЕТ» НИЗКУЮ ДОХОДНОСТЬ ПО СВОИМ ОБЛИГАЦИЯМ**

Вчера на сайте **Cbonds.info** появилась аналитическая записка коллег из **Москомзайма**. В ней изложена попытка обосновать «справедливость» отрицательного спрэд облигаций Москвы (в частности, речь идет о выпуске **Москва-46**) к выпускам 1-го эшелона. В результате произведенных расчетов, делается вывод, что более низкий дисконт по репо ЦБ (2.5% против 12.5% по бондам госбанков) обеспечивает выгоду, которая эквивалентна более 100бп по доходности.

Мы бы хотели высказать несколько своих соображений по этому поводу:

- Даже если принять изложенное обоснование как верное, то оно объясняет лишь 100бп спрэда, тогда как спрэд между Москва-46 и короткими облигациями ВТБ/РСХБ превышает 150бп
- Насколько мы поняли, в расчетах сравниваются две позиции с различным уровнем «плеча», и, соответственно, ценового риска; на наш взгляд, это требует дополнительной ценовой компенсации;
- Участники используют репо ЦБ далеко не всегда; на рынке МБК разница в дисконтах между Москвой и госбанками если и есть, то еще менее существенная;
- Исторически спрэд длинных облигаций Москвы к сравнимым по дюрации выпускам 1-го эшелона составлял максимум 50-60бп, на коротком конце разница была еще меньше.
- На наш взгляд, разница в дисконтах ЦБ по Москве и облигациям госбанков «стоит» около 20бп. У большинства участников рынка нет возможности покупать облигации в объемах в 5-10-20 раз превышающих cash-лимит. На самом деле, речь, как правило, идет об ограничении на общий объем облигаций, который может купить трейдер. Большинство участников долгового рынка используют «репуюемость» в ЦБ как ограничение «сверху» стоимости фондирования. Например, в рамках лимита позицию в облигациях Москвы можно на 97.5% финансировать по ставке прямого репо, а оставшуюся часть – по рыночным ставкам или внутренней ставке Казначейства. Аналогичным образом, скажем, в выпусках ВТБ эта пропорция будет 87.5/12.5. Вряд ли для тех, кто оперирует в сегменте высококачественных рублевых облигаций, доступная «внутренняя» ставка фондирования превышает 8%. Отсюда получаем те самые 20бп  $((8\% - 6.25\%) * (12.5\% - 2.5\%))$ .

Мы продолжаем считать, что, по мере размещения Москвой новых объемов, репрайсинг кривой доходности продолжится, т.к. на каждом следующем аукционе будет предлагаться премия к уровням вторичного рынка.

## Амурметалл (NR): комментарий к размещению

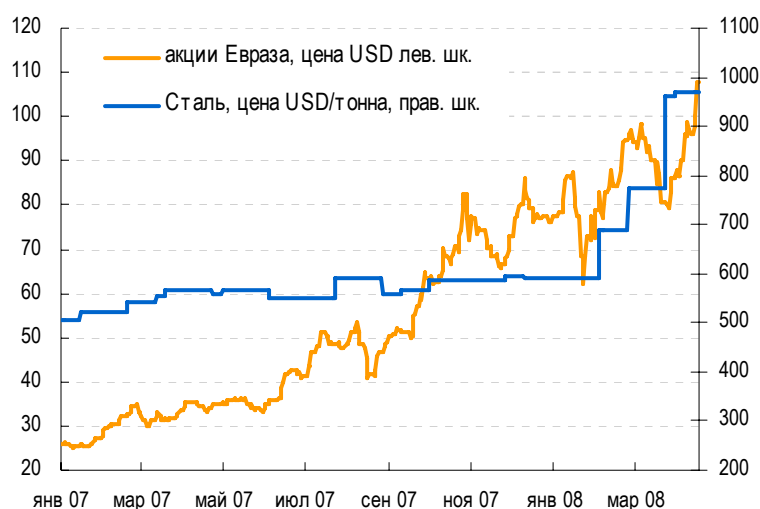
Аналитики: *Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com*

Завтра состоится размещение третьего облигационного займа металлургической компании Амурметалл объемом 3 млрд. руб., с годовой офертой и сроком погашения через 3 года. Эмитентом облигаций выступает непосредственно ОАО «Амурметалл» – собственно металлургический завод, на котором сконцентрированы практически все денежные потоки, активы и обязательства группы.

Амурметалл - единственная крупная металлургическая компания на Дальнем Востоке. Основными видами выпускаемой продукции являются листовая и сортовой прокат и товарная заготовка. Технология – электросталеплавление. В 2007 г. объем производства составил 851 тыс. тонн. Компания работает над повышением степени вертикальной интеграции. На сегодняшний день обеспеченность собственным сырьем (лом) составляет около 50%. Почти 32% выручки приносит экспорт, преимущественно в страны Юго-Восточной Азии. При этом, в последние годы прослеживается тенденция изменения структуры продаж в пользу внутреннего рынка. Основным бенефициаром компании является председатель совета директоров А.Г.Шишкин, которому принадлежат более 99% акций.

Ключевыми факторами кредитного профиля Амурметалла, на наш взгляд, являются сильные рыночные позиции на Дальнем Востоке, а также потенциально высокий equity-интерес к компании и сектору в целом. Последнее подтверждается динамикой цен на сталь и котировок публичных российских металлургических компаний, сделкой по покупке Макси-Групп Новолипецким меткомбинатом, а также высказанным недавно намерением группы ЭСТАР приобрести Амурметалл. Насколько мы понимаем, если Амурметалл не будет продан «стратегу» во втором полугодии 2008 г., компания проведет IPO.

С момента размещения предыдущего облигационного займа в марте прошлого года компании удалось существенно укрепить свой финансовый профиль. Так, по итогам 9 месяцев 2007 г. объем выручки увеличился на 44% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. Рентабельность по EBITDA тоже заметно выросла (с 11% до 19%), что связано с ростом цен на сталь, вводом нового, более экономичного оборудования, снижением регулируемого тарифа на электроэнергию, а также с повышением уровня вертикальной интеграции. Увеличение операционной прибыли позволило снизить долговую нагрузку в терминах «Долг/EBITDA» (см. табл.) несмотря на то, что компания до сих пор находится в активной стадии инвестиционного цикла.



Организаторы выпуска позиционируют «справедливую» доходность нового займа Амурметалла в диапазоне 12-13%. Предыдущие выпуски компании торгуются сейчас на уровне 12.5%. На наш взгляд, в

текущей конъюнктуре рынка подобный риск интересен с доходностью около 13.5-14.0%, что отражает общий рост стоимости ликвидности, а также «не репуемость» бумаг компании в Центробанке.

<b>Ключевые финансовые показатели ОАО Амурметалл, РСБУ</b>			
<b>Млн. руб.</b>	<b>2005 г.</b>	<b>2006 г.</b>	<b>9М 2007 г.</b>
Выручка	7 866	9 297	10 104
ЕБИТДА	526	1 039	1 906
Чистая прибыль	59	(324)	616
Финансовый долг	2 211	4 836	9 367
Собственный капитал	4 750	5 448	6 064
Активы	7 544	11 122	17 472
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	6.7%	11.1%	18.9%
Финансовый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	4.2	4.6	3.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.49	0.9	1.5
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	3.7	3.9	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.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.