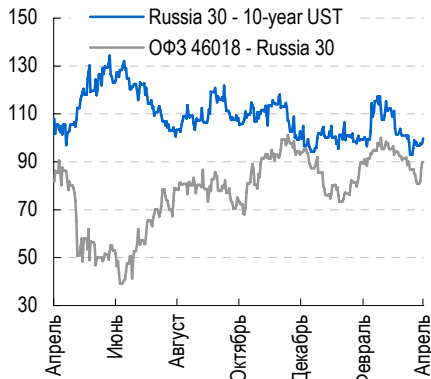
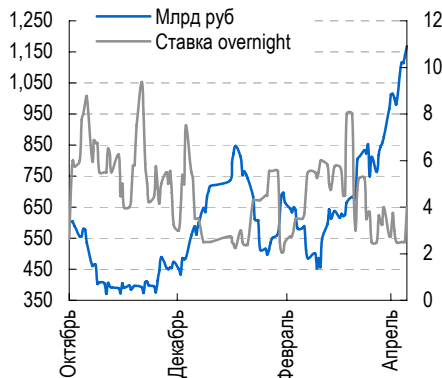


четверг, 19 апреля 2007 г.

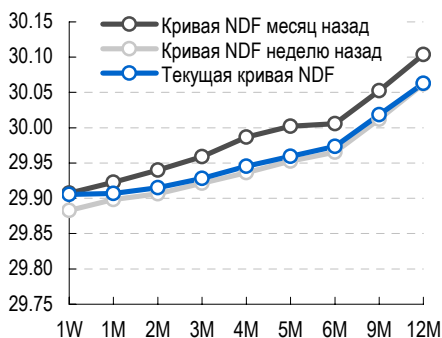
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

20 апр	Выплата НДС
20 апр	Размещение руб.обл. ТопПром-1
20 апр	Размещение руб.обл. РусСтандарт-8
20 апр	Размещение CLN LenСпецСМУ 12
24 апр	Размещение руб.обл. ВиватФинанс-1
24 апр	Размещение руб.обл. Банк Солидарность-2
24 апр	Индекс Consumer Confidence
24 апр	Статистика по вторичному рынку жилья

### Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** продолжают снижаться, отыгрывая позавчерашнюю статистику. О новых размещениях: **Татфондбанк, ЛенСпецСМУ, Банк Москвы** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- Комментарии по облигациям **ОФЗ 26199, Газпром-9, НПО Сатурн, КМПО, Ленэнерго, Марта** (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Заводы Гросс (NR): комментарий к размещению**
- Вкратце: X5 (B1/BB-) вчера опубликовала консолидированную отчетность за 2006 г.** Объем долга компании на 1 января 2007 г. составлял USD1,172 млн., а показатель Долг/ЕБИТДА – 4.0x. Это чуть выше наших оценок (3.7x). Мы полагаем, что в 2007 г. объем долга X5 возрастет еще по меньшей мере на USD350 млн., а показатель Долг/ЕБИТДА останется выше 3.0x. Мы исходим из того, что в 2007 г. выручка составит USD5 млрд., ЕБИТДА – USD500 млн., капвложения – не менее USD700 млн., а доэмиссия акций состоится в конце года и будет полностью направлена на финансирование поглощения Карусели и/или иные M&A сделки. Если X5 сохранит намерения рефинансировать свой USD800-миллионный кредит (LIBOR плюс 220-250 и неудобные ковенанты) рублевыми облигациями, то, вероятнее всего, в течение года на рынке будут размещены все 3 зарегистрированных выпуска группы общим объемом 25 млрд. руб. Мы видим риск расширения в облигациях **Пятерочка-2** (8.20%; CCS+190бп) в связи с потенциально большим объемом нового предложения. Для выпуска **Пятерочка-1** (8.20%; CCS+210бп) этот риск значительно меньше, т.к. он менее ликвиден, а кроме того, X5 заявляла о намерении выкупить его с рынка.
- Вкратце: Fitch присвоило рейтинги Пензенской и Новосибирской областям на уровнях «ВВ» и «ВВ-», соответственно.** Мы не видим какого-то значительного потенциала сужения спредов в облигациях Новосибирской области (160-170бп над CCS), а вот выпуск Пензенской области (8.32%; CCS+250бп) торгуется с «оптически» широким спредом для столь высокого рейтинга, открывающего дорогу в ломбардный список ЦБ. Вероятно, это объясняется его небольшим объемом и низкой ликвидностью.
- Вкратце: Газеты Ведомости и Коммерсантъ сообщают о том, что Банк КИТ Финанс (ССС+) и Куйбышевазот (NR) могут в этом году провести листинг акций.** Речь идет о потенциально позитивных кредитных событиях для обоих эмитентов.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.65	-0.03	+0.09	-0.05
EMBI+ Spread, бп	162	0	-20	-7
EMBI+ Russia Spread, бп	97	+1	-12	+1
Russia 30 Yield, %	5.63	-0.03	-0.03	-0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	0	-0.08	+0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	466	+54.1	-139.9	-200.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	702.4	-24.0	+629.6	+587.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	24.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.18	-0.40	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	66.0	+0.1	+5.5	+5.3
Индекс РТС	1965	-26	+119	+55

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

Доходность **10-летних UST** вчера снизилась еще на 36п до 4.65%. Похоже, что это все еще реакция на позавчерашние цифры по **CPI**. Сегодня в США выходят **Leading Indicators**, а также статистика по рынку труда. Спрэд **EMBI+** вчера остался без изменений на уровне 1626п, котировки большинства индикативных выпусков выросли вслед за американским рынком примерно на 1/4. По-прежнему под давлением находятся венесуэльские и аргентинские облигации – **Venezuela 34** (YTM 7.25%) и **Argentina 33** (YTM 7.52%) потеряли вчера в цене около 1/2 и 1п.п., соответственно.

Российский сегмент еврооблигаций чувствует себя уверенно. Цена **Russia 30** (+1/4; YTM 5.63%) вчера выросла вслед за UST, к концу дня котировки находились около отметки 113 3/4. Спрэд колеблется в диапазоне 97-986п. После выхода новости о поглощении **Абсолют Банка** (B1/B) бельгийской **KBC** (Aa2/AA-), на 4-5п выросли котировки **ABSOLT 09** (+3.5п.п.; YTM 6.66%) и **ABSOLT 10** (+5п.п.; YTM 6.82%). Сужение спрэдов составило сразу 2006п. Новость способствовала оживлению сегмента банковских еврооблигаций; спросом пользовались облигации других вероятных кандидатов на поглощение иностранцами – **ЛОСКО 10** (+1/4; YTM 9.87%) и выпусков **Промсвязьбанка**.

Сегодня должна завершиться сделка по размещению 3-летних еврооблигаций **Татфондбанка** (B3). По предварительным данным, объем выпуска составит USD150 млн. (есть переподписка), ставка купона – 9.75%. Интересно, что гораздо более короткий (правда и предположительно менее ликвидный) CLN Татфондбанка торгуется с такой же доходностью. О ходе размещения CLN **Газбанка** (2 года, 9.75% агеа) мы пока ничего не слышали. Изменилась структура маркируемого сейчас выпуска CLN **ЛенСпецСМУ** (S&P B) – теперь ориентир по купону составляет 9.375-9.75% к 2-летнему пут-опциону (ранее - 9-9.5% и 3-летний пут). На наш взгляд, новые параметры выглядят более интересно. Для сравнения, 2-летние ноты **MIRAX** (B2) торгуются сейчас с доходностью около 9.15%. Правда, спрэд между рублевыми облигациями **ЛенСпецСМУ-2** (YTM 10.09%) и **Миракс-1** (YTM 9.26%) составляет около 806п, но с точки зрения различий в кредитном качестве спрэд в 20-506п между ЛенСпецСМУ и Мираксом нам кажется вполне адекватным.

Стало известно, 23 апреля что **Банк Москвы** (A3/BBB) начнет роад-шоу субординированного выпуска еврооблигаций, ориентировочный объем - USD300 млн.

## Рынок рублевых облигаций

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

На фоне беспрецедентного избытка рублевой ликвидности вчерашнее доразмещение **ОФЗ 26199** прошло без какой-либо премии ко вторичному рынку. Весь предложенный инвесторам объем (15 млрд. рублей) был продан, спрос превысил предложение в 2.5 раза, средневзвешенная доходность составила 6.30% (на 1-26п ниже уровня вторника). По итогам дня котировки большинства выпусков ОФЗ выросли примерно на 56п.

В корпоративном сегменте в очередной раз хорошую динамику демонстрируют выпуски, впервые вышедшие на вторичные торги. Котировки облигаций **Газпром-9** (YTM 7.24%) и **СУ-155-3** (YTM 9.64%) выросли примерно на 306п по сравнению с уровнями, которые мы видели на «форвардах». В остальных выпусках также продолжают покупки. Вчера мы обратили внимание на очередное позитивное движение котировок в **Ленэнерго-2** (+196п; YTM 8.04%; рекомендуем фиксировать прибыль в преддверии 3-го выпуска), **Копейка-3** (+166п; YTM 9.83%) и **Марта-2** (+506п; YTP 27.18%). Нам больше нравятся 1-й и 3-й выпуски Марты (см. спец. обзор по Distressed debt от 12 апреля).

Обращаем внимание, что выпуск **НПО Сатурн-1** (YTM 8.26%), долгое время торговавшийся с положительным спрэдом к идентичному по дюрации **НПО Сатурн-2** (YTP 8.36%), теперь занял положение «под» 2-м выпуском. На наш взгляд, из облигаций авиадвигателестроительных компаний сейчас интереснее других смотрится **КМПО-1**, который можно найти на форвардном рынке по цене около 100.50 (YTP 9.11%). Напомним, что в соответствии с обсуждаемой сейчас схемой консолидации отрасли, КМПО войдет в состав одной из авиадвигателестроительных корпораций.

## Заводы Гросс (NR): комментарий к размещению

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

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа группы компаний «Заводы Гросс» объемом 1 млрд. рублей с годовой офертой. Эмитент – SPV группы ООО «ГК «Заводы Гросс». Поручителями выступают основные производственные и торговые предприятия: ЗАО «Регион-ЭМ», ООО «ГРАДЪ», ООО «ГК «ГРОСС», ООО «Кристалл», ООО «Симбирскспиртторг».

Насколько мы понимаем, исторически компания Гросс занимала сильные позиции в дистрибуции алкоголя, обслуживая госхолдинг Росспиртпром. С 2002 г. Гросс была партнером ТПГ «Кристалл» (Сергей Зивенко), а в 2004 г. бизнес был разделен. Основная производственная база и ключевые торговые марки достались ТПГ Кристалл, а Гросс, помимо прочего, сохранила за собой ценные дистрибьюторские активы. После этого компания приобрела ряд заводов по производству алкогольной продукции в Ульяновской и Иркутской областях. В настоящее время Гросс занимает 8-ю строчку в списке крупнейших российских алкогольных компаний с долей рынка чуть менее 3%.

На наш взгляд, ключевой сильной стороной Группы является наличие хорошо отлаженной системы дистрибуции, представленной пятью торговыми домами. Умение правильно организовать логистику и доставку продукции на полки магазинов и в сегмент HoReCa (гостиницы, рестораны, кафе) – один из важных критериев успеха в алкогольном бизнесе.

Портфель брэндов Гросса – еще один важный фактор успеха алкогольной компании – не очень впечатляет. У компании есть всего три умеренно-известных брэнда –Славянская, Русский Бриллиант и Высота.

Среди «слабостей» кредитного профиля Гросса мы бы хотели отметить высокие отраслевые риски (жесткая конкуренция, неразбериха с регулированием оборота алкоголя), а также низкий уровень прозрачности компании и недостаточно «комфортную» структуру займа. Отчетность по РСБУ компаний группы указывает на гораздо более низкие показатели рентабельности, чем в представленной эмитентом управленческой отчетности. На поручителей по выпуску приходится лишь около половины консолидированных активов и около 2/3 консолидированной выручки.

Учитывая избыток мощностей в отрасли, в случае возникновения финансовых затруднений Гросс совсем не обязательно будет поглощена конкурентами. Насколько мы понимаем, интерес могут представлять лишь сбытовые активы и некоторые брэнды компании.

Радует то, что эмитент и организатор понимают высокую степень кредитного риска Гросса, и позиционируют выпуск с доходностью около 13%. На наш взгляд, такая доходность достаточно близка к справедливой (13-14%).

### Ключевые финансовые показатели группы компаний «Заводы Гросс», управленческая отчетность

Млн. руб.	2004	2005	2006П
Выручка	3 251	3 980	5 269
ЕБИТДА	198	418	642
Чистая прибыль	134	265	426
Долг	645	1 497	1 662
Собственный капитал	525	839	2 292
Активы	2 144	3 792	5 973
<b>Ключевые показатели</b>			
ЕБИТДА margin (%)	6%	10.5%	12%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	3.3	3.6	2.6
Долг/Собственный капитал (x)	1.2	1.78	0.72
ЕБИТДА/процентные платежи (x)	3.2	2.9	3.4

Источник: данные компании, оценка 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

#### Электроэнергетика

George Lilis	George.Lilis@mdmbank.com
Vladislav Nigmatullin	Vladislav.Nigmatullin@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.