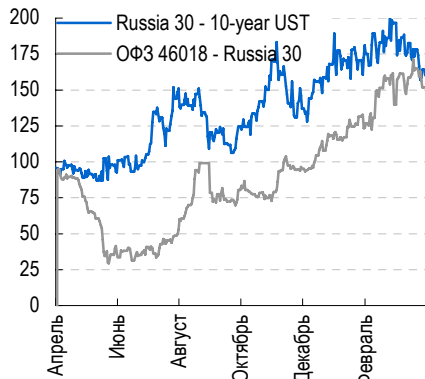
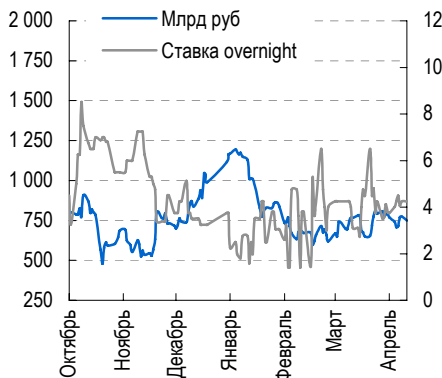


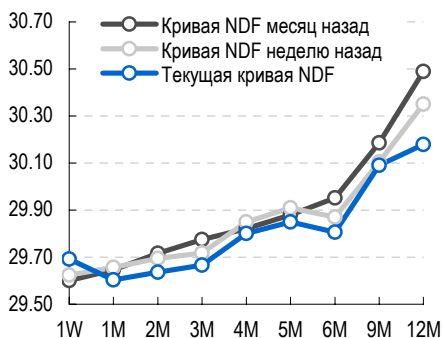
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 апр	Уплата НДС за 1 кв. 2008 г.
22 апр	Статистика по втор. рынку жилья в США
23 апр	Размещение рубл. обл. ХКФБанк-5
23 апр	Размещение рубл. обл. Глобэкс-1
24 апр	Размещение рубл. обл. Желдорипотека-2
24 апр	Статистика по заказам на товары длит. польз.
24 апр	Статистика по перв. рынку жилья в США
25 апр	Уплата акцизов, НДС

Рынок еврооблигаций

- Интересного мало (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Почва для повышения ставок Центробанком все лучше; Московская область напоминает о рисках нового предложения (стр. 3).

Новости, комментарии и идеи

- Объединенные кондитеры (NR):** комментарий к размещению (стр. 3).
- Менеджмент Сибура (Ва2/ВВ) может предложить группе Газпром выкупить у нее контрольный пакет нефтехимического холдинга.** Выкуп может быть структурирован как классическая МВО-сделка (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, в случае реализации такого сценария вероятны временное ухудшение кредитных характеристик Сибура и негативная реакция со стороны рейтинговых агентств, т.к. компания увеличит долговую нагрузку и потеряет сильного акционера в лице группы Газпром (А3/ВВВ). Реакция в малоликвидном выпуске рублевых облигаций Сибура (8.15%) вряд ли будет значительной.
- АФК Система (Ва3/ВВ-) заинтересована в покупке медицинского бизнеса Аптечной сети 36.6 (NR).** Представитель Системы сообщил, что на эти активы есть и другие претенденты. Сделку стоимостью 100 млн. долл. 36.6 хочет закрыть до 30 мая (Источник: Ведомости). На наш взгляд, это обнадеживающие новости для кредиторов Аптечной сети 36.6. Напомним, что компания распродает часть активов с целью сокращения долговой нагрузки. На наш взгляд, после недавнего роста котировок облигации 36.6 (УТВ 15%) уже не представляют большого интереса.
- Fitch оставило рейтинг Миракса (В) в списке Rating Watch «Негативный».** Рейтинговое агентство указывает на возросшие риски ликвидности и сохраняет обеспокоенность в связи с изменениями юридической структуры группы. Мы уже комментировали кредитные последствия реструктуризации Миракса 14 марта. Что же касается рисков ликвидности, то у Fitch сейчас больше информации по этому вопросу. Новости могут ослабить котировки облигаций Миракса и затруднить маркетинг нового выпуска CLN.
- Вкратце: Fitch пока не собирается повышать рейтинг России** из-за рисков, связанных с внешними долгами корпораций и банков, а также высокой инфляции.
- Вкратце: Fitch опубликовало умеренно-негативный комментарий по банкам Казахстана.**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.71	-0.02	+0.38	-0.32
EMBI+ Spread, бп	265	0	-40	+26
EMBI+ Russia Spread, бп	168	+4	-26	+21
Russia 30 Yield, %	5.35	+0.04	+0.04	-0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	6.87	-0.01	-0.03	+0.40
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	597.2	-37.5	-4.2	-291.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	152.2	+11.2	-10.7	+37.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	142.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.23	-0.48	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.61	0	-0.01	-0.03
Нефть (брент), USD/барр.	113.9	+1.5	+13.5	+20.0
Индекс РТС	2176	+25	+211	-115

Рынок еврооблигаций

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

ИНТЕРЕСНОГО МАЛО

В **US Treasuries** вчера не было отмечено четко выраженной тенденции. Продавцы **UST** продавали на новостях о запуске **Банком Англии** программы «помощи банкам» на 50 млрд. фунтов (аналогично **TSLF** в **США**, британские банки могут получить госбумаги под залог **AAA-rated MBS**), а также об увеличении объемов размещений **US Treasuries**. Покупатели покупали на слабой отчетности **Bank of America**, снижении котировок акций и неутешительном отчете об экономической ситуации в **США** от **ФРБ Чикаго**.

В долговом сегменте **Emerging Markets** вчера преобладали продажи. В цене потеряли почти все наиболее ликвидные выпуски, а спрэд **EMBI+** расширился на 6 бп до 270бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (УТМ 5.34%) на общем фоне выглядит стабильно – котировки около 114 7/8 пп., спрэд колеблется на уровне 163-165 бп. В корпоративном сегменте мы видели «точный» спрос на выпуски **TMENRU 18** (УТМ 8.20%) и **LUKOIL 22** (УТМ 7.92%). **Evrax Group** объявила вчера об отказе от привлечения большей части крупного бридж-кредита на 2.1 млрд. долл., что оказало дополнительную поддержку еврооблигациям компании.

Сегодня в США публикуются данные по **вторичному рынку жилья**, а также промышленный индекс **Richmond Fed**. Кроме того, сегодня за первый квартал отчитываются такие корпоративные «бенчмарки», как **AT&T** и **McDonald's**. Котировки фьючерсов сейчас указывают на 94%-ную вероятность снижения **FED RATE** на 25 бп по итогам заседания 30 апреля и нулевую вероятность снижения ставки на 50бп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ХОРОШИЕ И ПЛОХИЕ НОВОСТИ

Начнем с хорошего. Платить **НДС** на квартальной основе оказалось совсем не страшно. Корсчета и депозиты к сегодняшнему утру «похудели» всего на 189 млрд. рублей (мы ожидали немного большего оттока). На этом фоне объем прямого **репо** с ЦБ был очень скромным (13 млрд.). Ставки **overnight** вчера, конечно, подросли, но по большей части не превышали 5%.

Столь комфортная ситуация сложилась, в первую очередь, благодаря массированным продажам валюты (по нашим оценкам, **Центробанк** купил около 10 млрд. долл.). Свою лепту внесло и правительство, «благословившее» поддержку банковской системы из средств бюджета и госкорпораций. Кстати, вчера информгентства со ссылкой на **Минфин** сообщили о том, что бюджетные средства могут быть размещены не только на 4 недели, но и на 3-4 месяца. В принципе, это уже более «длинные» ресурсы, с помощью которых банки могут спокойно фондировать, например, потребительское кредитование.

Теперь о «плохих» новостях. Все чаще в газетах и на конференциях звучит риторика о «перегреве» российской экономики, на который указывают опасно высокие темпы экономического роста и инфляции. На наш взгляд, такой фон формирует почву для очередного ужесточения денежно-кредитной политики **Центробанком**. Мы считаем вполне вероятным очередное повышение регулятором ключевых ставок в ближайшие месяцы.

НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ ВСЕ СПОКОЙНО

Участники рынка рублевых облигаций были традиционно менее активны в день выплат крупного налога. Поэтому говорить о сколько-нибудь заметных ценовых движениях по итогам вчерашнего дня не приходится. Отметим только, что примерно 15-20бп потеряли в цене длинные выпуски **ОФЗ**, короткие остались на месте. На завтра **Минфин** наметил два аукциона (**46022** – на 10 млрд. рублей, **26200** – на 6

млрд. рублей) – возможно, это и оказало давление на котировки. Однако сектор госбумаг в последнее время существенно потерял в ликвидности, поэтому объяснять движения там становится все сложнее.

«SUPPLY» ОТ МОСКОВСКОЙ ОБЛАСТИ

О рисках «нового предложения» вчера напомнила Московская область. Как сообщает **Интерфакс**, в мае-июне **администрация региона** планирует разместить 3 выпуска суммарно на 19 млрд. рублей, а затем еще и кредитные ноты на 5-7 млрд. рублей. Кроме того, различные «дочки» областной администрации (**МОИТК**, **МОИА**, **Спецстрой**, оба **Мособлгаза** **Энергоцентр** и пр.) готовят облигации в 2008 году на 38.5 млрд. рублей. В связи с этим, мы бы рекомендовали пока воздержаться от покупки облигаций **Московской области и Ко** на вторичном рынке. Вероятно, в ближайшее время все это можно будет купить дешевле.

Объединенные кондитеры (NR): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа холдинга Объединенные кондитеры объемом 3 млрд. рублей с офертой через 1 год и погашением через 5 лет. Эмитентом является SPV – ООО «Объединенные кондитеры-Финанс». Поручителем выступает холдинговая компания группы – ОАО «ХК «Объединенные кондитеры». В структуре займа есть также три оферента – крупнейшие производственные компании группы: ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь», ОАО «Кондитерский концерн Бабаевский», ОАО «РОТ ФРОНТ», доля которых в выручке группы составляет 74%.

Объединенные кондитеры – крупнейший производитель кондитерских изделий в России. Холдинг был создан в 2001 г. и объединяет 15 предприятий. Его контролирующим акционером является группа ГУТА. Крупный миноритарий – Правительство Москвы. Согласно исследованию агентства ACNielsen, доля Объединенных кондитеров на российском рынке в 2007 г. как в натуральном, так и в стоимостном выражении составляет около 13%.

На наш взгляд, кредитный профиль компании выглядит достаточно прочно. Среди основных позитивных факторов мы отмечаем отличный набор операционных активов, крепкие рыночные позиции, хорошую капитализацию и способных помочь акционеров, адекватные показатели рентабельности (EBITDA margin 14.4% по итогам 9М2007 г.) и долговой нагрузки (Долг/EBITDA 2.0x). Долговая нагрузка группы заметно выросла в 2007 г., что было связано с программой переноса производственных мощностей и выкупом акций у миноритариев.

Из «минусов» кредитного профиля мы отмечаем риски, связанные с недостаточной прозрачностью действий компании, в т.ч. сделок со связанными сторонами. Среди прочего, мы имеем в виду инвестиционные проекты, направленные на перенос производственных мощностей. Мы не уверены, что Кондитеры получат справедливую компенсацию за передачу прав на территории фабрик под многомиллиардные девелоперские проекты.

Инвестиционная программа группы до 2012 г. составляет 16 млрд. руб. и включает в себя расходы на «релокацию» производственных мощностей, а также покупку мелких кондитерских производств. На наш взгляд, у Кондитеров получится профинансировать эту программу в основном за счет собственных средств, а долговая нагрузка в терминах «Долг/EBITDA» не увеличится по сравнению с уровнями, достигнутыми по итогам 2007 г. Содержащиеся в меморандуме к размещению финансовые прогнозы группы даже обещают ее снижение.

У Кондитеров нет кредитных рейтингов, поэтому облигации не принимаются в залог по операциям репо ЦБ. Ориентиры организаторов по доходности предлагаемых облигаций озвучены на уровне 10.5-11.0%. На наш взгляд, сейчас на рынке есть более интересные предложения с точки зрения «риск/доходность/репутация». В то же время, судя по недавним размещениям генерирующих компаний и Трансконтейнера,

на рынке есть интерес к качественному корпоративному риску стоимостью около 11%, пусть даже и «не репуемому» в Центробанке.

Ключевые финансовые показатели группы «Объединенные кондитеры», МСФО			
Млн. руб.	2005	2006	9М2007 неаудир.
Выручка	18 015	20 706	14 208
Операционная прибыль	2 636	2 877	1 352
ЕБИТДА	3 101	3 414	2 056
Чистая прибыль	1 922	2 109	905
Долг (без учета займов от связанных сторон)	546	1 301	5 615
Собственный капитал	8 349	10 452	8 162
Активы	10 984	14 646	19 117
Ключевые показатели			
ЕБИТДА margin (%)	17.2%	13.9%	14.4%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	0.18	0.38	2.0
Долг/Собственный капитал (x)	0.06	0.12	0.69

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.