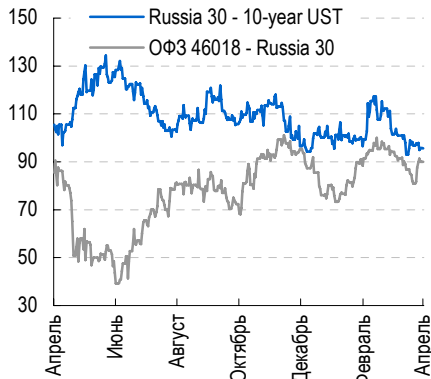
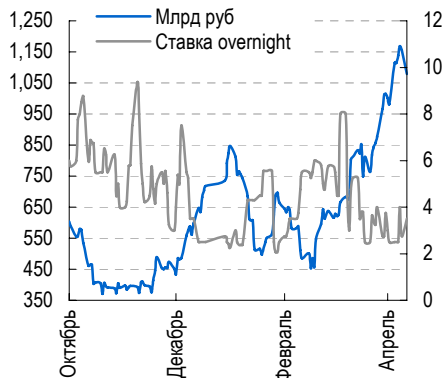


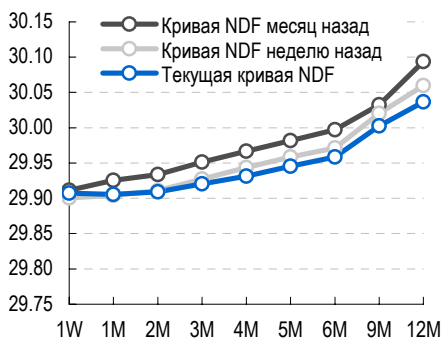
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

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
25 апр	Размещение руб.обл. ЮЛК Финанс-1
25 апр	Размещение руб.обл. Ленэнерго-3
25 апр	Размещение руб.обл. Интурист-1
25 апр	Статистика по первичному рынку жилья

### Рынок еврооблигаций

- На этой неделе публикуются важные данные по ВВП США. Размещение ЛУКОЙЛа вызовет высокий интерес в связи с «редкостью» имени (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций

- На вторичном рынке активность в предпраздничную неделю, вероятно, будет снижаться (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Солидарность (NR), Виват (NR):** кредитные комментарии к размещению (стр.3-4)
- Вкратце: Moody's подтвердило рейтинг ФСК на уровне «Ваа2/Стабильный»,** при этом статус рейтинга изменен с предварительного (provisional) на окончательный. Moody's считает, что, несмотря на сохраняющиеся риски в отношении реструктуризации PAO ЕЭС, будущее ФСК стало более определенным. Решение Moody's может оказать поддержку котировкам облигаций ФСК. Тем не менее, они, скорее всего, продолжат торговаться с заметным спрэдом к выпускам Газпрома и РЖД, т.к. рейтинги последних по версии Moody's и S&P на 1-2 ступени выше, чем рейтинги ФСК.
- Вкратце: В интервью газете RBCDaily Председатель Совета директоров ОМК (NR) А. Седых** подтвердил объявленные ранее финансовые результаты компании за 2006 г. (Выручка USD3 млрд., EBITDA USD720 млн.), а также инвестпрограмму на 2007-2010 гг. (USD2 млрд., в т.ч. USD800 млн. в 2007 г.). Из интересных заявлений – отсутствие у ОМК намерений в ближайшей перспективе приобретать активы и проводить публичное размещение акций. Мы ожидаем небольшого роста долговой нагрузки ОМК в 2007 г. (до 1.5-1.7x), но в целом нейтрально относимся к перспективам кредитного профиля компании и ее выпуску облигаций (7.48%; CCS/NDF+200бп).
- Вкратце: Fitch изменило прогноз рейтинга Северстали (B1/BB-/BB-) со «Стабильного» на «Позитивный».** Согласно пресс-релизу, рейтинговое действие отражает улучшение качества корпоративного управления в Северстали. На наш взгляд, выпуски еврооблигаций CHMFRU 09 и CHMFRU 14 сейчас не имеют потенциала опережающего роста котировок.
- Вкратце: В интервью газете Коммерсантъ глава ОАК А.Федоров** сказал, что в 2007-2008 г. корпорация осуществит частное размещение доэмиссии акций на USD0.5-1 млрд., а затем проведет IPO. На наш взгляд, эти новости никак не повлияют на спрэды облигаций входящих в ОАК компаний (Иркут и МиГ).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.67	0	+0.13	-0.03
EMBI+ Spread, бп	158	-2	-21	-11
EMBI+ Russia Spread, бп	96	+1	-12	0
Russia 30 Yield, %	5.63	+0.01	-0.02	-0.02
ОФЗ 46018 Yield, %	6.53	0	-0.05	+0.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	372.1	-85.8	-330.9	-294.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	707.1	+9.3	+598.3	+592.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	211.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.15	+0.81	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	0	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	66.5	+0.6	+3.3	+5.8
Индекс РТС	1972	+46	+58	+62

## Рынок еврооблигаций

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

В отсутствие новой экономической статистики всю пятницу US Treasuries «дрейфовали» без единого тренда. По итогам дня доходность **10-летних нот** составила 4.67% (+16п). Возможно, неагрессивным продажам в UST способствовали окрепшие мировые фондовые индексы. Комментарии выступавших в конце недели членов ФРС носили нейтральный характер.

Рынок облигаций **Emerging Markets** чувствовал себя очень уверенно, спрэд **EMBI+** сузился на 26п до 158бп. Больше всего в цене выросли турецкие еврооблигации – **Turkey 34** (+1/2; YTM 7.09%). Спрэды и доходности бразильских еврооблигаций сейчас находятся на рекордно низких уровнях.

Активность в российском сегменте была достаточно низкой. Цена **Russia 30** (YTM 5.63%) сползла вниз примерно на 1/8 до 113 5/8. Движение фактически было повторением динамики американского рынка, поэтому спрэд к UST остался на уровне 96-97бп. В корпоративном секторе мы видели покупки в выпусках **GAZPRU 34** (+1/4; YTM 6.30%) и **EVRAZ 15** (+3/16; YTM 7.80%). Неагрессивную фиксацию прибыли мы отметили в «выстреливших» **ABSOLT 10** (YTM 6.83%) и **ABSOLT 09** (YTM 6.73%).

Сегодня в США не выходит какой-либо экономической статистики. Чуть позже на этой неделе нас ждут данные по рынку жилья, заказам на товары длительного пользования и, самое главное, предварительные цифры по ВВП США за 1-й квартал.

На первичном рынке достаточно тихо. Продолжается размещение CLN **Газбанка** (B2; 9.75%, 2 года). Кроме того, на этой неделе начинается роад-шоу еврооблигаций **ЛУКОЙЛа** (Ваа2/BB+/BBB-). Последнее, очевидно, вызовет высокий интерес в связи с «редкостью» имени на рынке.

## Рынок рублевых облигаций

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

Активность на вторичном рынке в пятницу была низкой, в прямом смысле, по техническим причинам – полдня не работала биржа.

Одним из немногих выпусков, в котором была более-менее выраженная активность, стал **Газпром-9** (YTM 7.26%), который вырос в цене примерно на 10бп. Котировки же большинства остальных бумаг остались без изменений.

В ходе размещения 8-го выпуска облигаций Банка **Русский Стандарт** купон был установлен на уровне 8.25% (YTP 8.42%, CSS+290бп). На наш взгляд, сложившаяся доходность к 1.5-годовой оферте вполне справедлива. Для сравнения, схожий по дюрации **РусСтандарт-5** торгуется на уровне 8.43%.

Мы ожидаем, что на этой неделе активность вторичного рынка будет достаточно низкой в связи с предстоящими майскими праздниками. Перед длинными выходными инвесторы, скорее всего, предпочтут воздержаться от фиксации прибыли. Покупать же на этих уровнях, на наш взгляд, если и имеет смысл, то лишь «условно-недооцененные» выпуски 2-3 эшелона (например, высокодоходный продуктовый ритейл, Жилсоципотека-2, МОИТК-2). Налоговые платежи вряд ли окажут серьезное влияние на конъюнктуру денежного рынка.

Первичный рынок будет, напротив, достаточно активен. Наиболее интересными размещениями станут аукционы по **Лезнерго-3** и **МосОбласть-7**. Комментарии по двум завтрашним размещениям см. ниже.

## Банк Солидарность (ВЗ): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа Банка Солидарность объемом 950 млн. руб. и офертой через полтора года.

Банк Солидарность - небольшой частный региональный банк. Он был создан в 1990 году и работает преимущественно на территории Самарской области. На начало 2007 г. банк занимал 80-е место в России по размеру чистых активов и 105-е – по величине собственного капитала (РБК). Банк имеет 5 филиалов, 3 представительства и 28 допофисов. В 2007 г. банк планирует расширение региональной сети за счет экспансии в Саратовскую и Оренбургскую области и Республику Татарстан. Основные направления бизнеса Солидарности – обслуживание корпоративных клиентов и кредитование предприятий малого и среднего бизнеса. Контролирующими акционерами банка являются его топ-менеджеры.

На наш взгляд, кредитный профиль банка достаточно слаб. Среди основных недостатков – небольшие размеры баланса, предположительно высокая концентрация кредитного портфеля, большая доля коротких пассивов (1-месячные векселя, кредиты МБК, остатки на счетах) и низкий уровень адекватности капитала. Нам не удалось найти подробную информацию о структуре кредитного портфеля, но, судя по средней процентной ставке («Процентные доходы по ссудам/Средний объем ссудного портфеля» ≈ 16% в 2006 г.), Солидарность кредитует достаточно высокорискованных заемщиков. Очевидно, что при небольших размерах банка дефолт одного из крупных клиентов может серьезно угрожать платежеспособности финансового института. Нас несколько насторожила информация о том, что одним из клиентов банка является Группа компаний Волготанкер, которой, судя по последним сообщениям СМИ, грозит банкротство. Было бы полезно, если бы в материалах к займу эмитент объяснил подробнее, в какой части банк обслуживает эту Группу (кредитование и/или размещение средств).

Среди факторов, обеспечивающих поддержку кредитному профилю Солидарности, мы бы хотели отметить высокие темпы роста активов и неплохие показатели рентабельности.

Очевидно, что в ближайшие годы в российской банковской системе будут все активнее происходить процессы консолидации. Какие-то финансовые институты в ходе сделок M&A станут частью более крупных финансовых групп, при этом небольшим банкам, не вовлеченным в эти процессы, будет очень сложно выдержать конкурентное давление. И если кредиторы крупных банков могут обоснованно надеяться на повторение сценария Гута-банка (поглощение со стороны ВТБ сразу после потери платежеспособности), то для небольших банков это справедливо в гораздо меньшей степени. С точки зрения размеров и бизнес-модели, Солидарность, на наш взгляд, находится «на границе» между группой перспективных банков и банков, имеющих небольшие шансы выжить в долгосрочном периоде. В пользу Солидарности как объекта для поглощения говорит достаточно развитая сеть филиалов и представительств в регионе.

На наш взгляд, справедливая доходность за риск Банка Солидарность составляет не менее 12%. Первый выпуск облигаций банка Солидарность (купон 10.75%; доходность 11.0-11.2%) недостаточно ликвиден.

### Показатели банка Солидарность, РСБУ

млн. руб.	2004 г.	2005 г.	2006П г.
Процентные доходы	941	1 515	2 414
Процентные расходы	407	706	1 077
Чистый процентный доход	534	809	1 336
Чистый комиссионный доход	107	177	317
Операционные расходы	415	626	848
Чистая прибыль/убыток	165	202	526
Собственный капитал	685	977	1 461
Ссудный портфель	4 912	8 533	14 485
Активы	6 728	12 542	19 640
<b>Основные коэффициенты</b>			
Чистая процентная маржа	10.2%	11.1%	10.3%
Рентабельность собственного капитала	24.05%	24.3%	43.15%

Рентабельность активов	2.45%	2.1%	3.27%
Собственный капитал/ Активы	0.1	0.08	0.07

Источник: банк Солидарность, оценка МДМ-Банка

## ТС Виват (NR): кредитный комментарий перед размещением

Аналитики: Елена Морозова, Михаил Галкин, e-mail: Elena.Morozova2@mdmbank.com

Завтра состоится размещение дебютного выпуска облигаций торговой сети Виват объемом 1 млрд. руб. и сроком на 3 года с полуторогодовой офертой. Эмитентом выступает SPV группы при поручительстве балансодержателя недвижимости и операторов торговой сети по г. Пермь.

Сеть Виват состоит из 43 магазинов и является лидером сетевой продуктовой розницы Перми. Компания входит в более крупную торговую группу региона – «НормаН-Виват». На Виват приходится около половины выручки, EBITDA, долга, а также около 70% активов группы. Помимо продуктовой розницы, в группу «НормаН-Виват» входит сеть винных магазинов, кафе и ресторанов.

Среди факторов, обеспечивающих поддержку кредитному профилю Вивата, мы бы хотели прежде всего отметить пока низкий уровень конкуренции из-за отсутствия в регионе федеральных продуктовых сетей (из последних в Перми пока представлена только X5 через франчайзи Пятерочки). Это, с одной стороны, позволяет Вивату демонстрировать высокий уровень операционной рентабельности (EBITDA 8%), а с другой – делает сеть привлекательным объектом для поглощения для более крупных игроков. Мы также отмечаем достаточно высокую капитализацию и сравнительно низкую для розничной сети долговую нагрузку (см. табл.).

При этом ключевым недостатком Вивата является его низкая информационная прозрачность – компания не имеет аудированной консолидированной отчетности ни по розничной сети, ни по группе «НормаН-Виват» в целом, что обуславливает соответствующий уровень доверия к предоставленным финансовым результатам. На наш взгляд, справедливая доходность облигаций Вивата составляет около 11.0-11.5%, что в целом соответствует доходности небольших выпусков других региональных продуктовых сетей.

### Ключевые финансовые показатели, консолидированная управленческая отчетность

Млн. руб.	6 мес. 2006 РСБУ	2006 г. МСФО
Выручка	2 042	4 559
EBITDA	178	365
Чистая прибыль	109	220
Финансовый долг	611	747
Собственный капитал	968	1 276
Активы	2 047	2 656
<b>Ключевые показатели</b>		
EBITDA margin (%)	8.7%	8.0%
Финансовый долг/ EBITDA annualized (x)	1.7	2.0
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.6	0.6
EBITDA/процентные платежи (x)	5.2	5.1

Источник: данные компании



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.