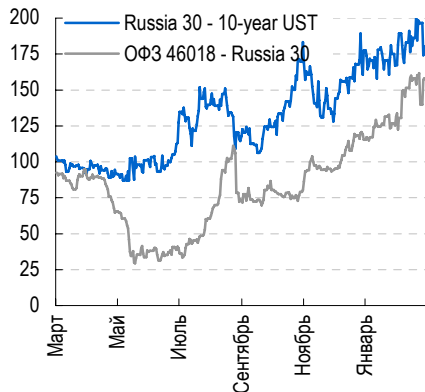
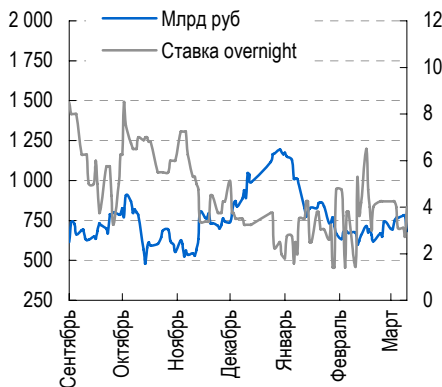


среда, 26 марта 2008 г.

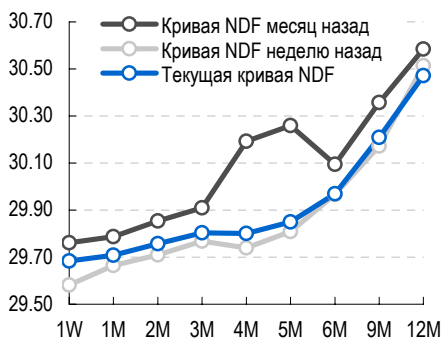
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 мар	Размещение руб. обл. Радионет-2
26 мар	Размещение руб. обл. Автоваз (БО)-1
26 мар	Размещение руб. обл. Автоваз (БО)-2
27 мар	Размещение руб. обл. Элис-2
27 мар	Размещение руб. обл. РусфинансБанк-5
28 мар	Уплата налога на прибыль
28 мар	Индекс PCE Core в США
28 мар	Индекс потреб. доверия U.Michigan

Рынок еврооблигаций

- Несмотря на откровенно слабую статистику в США, инвесторы вчера не спешили продавать рискованные активы и покупать US Treasuries (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Денежный рынок пока спокойно переносит налоговые платежи. Даст ли Минфин сегодня премию? Новые примеры repricing'a ликвидности и риска – НПО Сатурн, Кедр, Русфинанс, Русский Стандарт (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- Розничная сеть Мосмарт (NR) провела встречу с аналитиками. (стр.3)
- Вкратце: Группа Синергия (NR) объявила о приобретении водочного брэнда «Мягков» и системы его дистрибуции. Сумма сделки не раскрывается, но, по данным деловых изданий, она составила от 50 до 100 млн. долл. Напомним, что в середине февраля уже появлялась информация о возможности такой сделки. На наш взгляд, приобретение на сумму до 100 млн. долл. не должно вызывать беспокойства у держателей облигаций Синергии (12.0%). В ноябре 2007 г. компания успешно закрыла IPO-сделку и привлекла в капитал около 180 млн. долл., в т.ч. для финансирования приобретений. По нашим оценкам, чистый долг Синергии на конец 2007 г. был близок к нулю.
- Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR) сегодня проведет встречу с аналитиками и инвесторами. Как правило, такие встречи производят позитивное впечатление. Мы не исключаем, что менеджмент прокомментирует планы по снижению и/или рефинансированию долговой нагрузки, что будет способствовать укреплению котировок облигаций 36.6 (21%).
- Вкратце: ТГК-1 (NR) и ОГК-5 (Ва3) отчитались за 2007 г. по РСБУ. Обе компании в прошлом году показали рост операционной рентабельности по сравнению с 2006 г. На наш взгляд, финансовые результаты ТГК-1 и ОГК-5 сейчас вряд ли серьезно интересуют держателей их облигаций. У компаний сильные контролирующие акционеры – Газпром (А3/BBB) и Enel (A2/A-), соответственно. Инвестиционные потребности пока финансируются за счет крупных допэмиссий акций, поэтому долговая нагрузка незначительна. Облигации ТГК-1 (8.9%) и ОГК-5 (9.2%), на наш взгляд, выглядят дорого, особенно на фоне недавних размещений корпоративных бумаг.
- Вкратце: Продолжается поток негативных новостей о ТНК-ВР. Мы полагаем, что угрозы фундаментальному кредитному профилю компании нет, поэтому в случае резкого расширения спреда TMENRU-GAZPRU, его покупка может иметь смысл.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.51	-0.05	-0.29	-0.52
EMBI+ Spread, бп	296	+1	+35	+57
EMBI+ Russia Spread, бп	188	+2	+18	+41
Russia 30 Yield, %	5.31	+0.01	-0.24	-0.20
ОФЗ 46018 Yield, %	6.89	+0.02	+0.07	+0.42
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	522.9	-73.9	-31.8	-365.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	159.8	-25.1	+42.6	+45.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	30	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.88	+1.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	+0.01	-0.13	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	100.6	+0.7	+1.1	+6.7
Индекс РТС	1994	-7	-102	-297

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Опубликованная вчера в США макроэкономическая статистика была откровенно слабой. Цены на жилье в январе показали очередное снижение, а индекс потребительского доверия снизился до минимального за последние 5 лет значения. Единственной хорошей новостью стал разве что промышленный индекс **Richmond Fed.**, показавший по итогам марта положительное значение – впервые за полгода.

Как ни странно, несмотря на слабую статистику, инвесторы не спешили продавать акции и покупать **US Treasuries**. Американские индексы акций по итогам дня почти не изменились, а доходности **UST** снизились лишь на 3-4 бп. Мы по-прежнему пессимистичны и ожидаем снижения доходностей **UST**, и уж точно увеличения спреда **UST10yr-UST2yr**. Помимо возможного усиления ожиданий в отношении снижения **FED RATE**, увеличению наклона кривой **UST** могут способствовать инфляционные опасения (которые, на наш взгляд, на самом деле не оправдаются), а также риски увеличения предложения **UST** (например, если **ФРС** начнет за счет них выкупать проблемные ипотечные активы).

Европейские рынки вчера проснулись после долгих выходных, и поспешили отыграть условно-позитивные новости пятницы и понедельника. Кредитные спреды резко сузились, индекс **iTraxx Crossover** снизился на 59 бп. В то же время, резкого всплеска интереса к облигациям развивающихся рынков и России мы не видели – в секторе **Emerging Markets** были заметны лишь осторожные покупки, а спред **EMBI+** по итогам дня даже расширился на 1 бп. до 296 бп. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.31%) также несколько прибавил в цене, спред к **UST** – на уровне 180 бп. В корпоративном сегменте рынка мы видели некоторые покупки в **LUKOIL 17** (YTM 7.40%), **LUKOIL 22** (YTM 8.04%), и при этом – продажи в бондах **ТНК-ВР** (см. стр. 1).

В США сегодня публикуется статистика по заказам на товары длительного пользования и первичному рынку жилья.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВЧЕРАШНИЕ НАЛОГИ

Вчерашние налоговые выплаты привели к оттоку из банковской системы примерно 100 млрд. рублей. Однако, как мы и ожидали, ничего страшного на денежном рынке не произошло. Объем операций прямого репо с ЦБ фактически не изменился (6.1 млрд. рублей против 5-5.5 млрд. в среднем на протяжении последних недель), а вот ставки **overnight**, конечно, подросли до 4.5-5.0% (+1п.п.).

Более того, некоторые выпуски **1-го эшелона** вчера даже немного прибавили в цене – **РЖД-3** (YTM 7.13%), **РЖД-5** (YTM 6.74%), **ЛУКОЙЛ-2** (YTM 7.48%) прибавили около 10-15бп, хотя активность торгов была довольно низкой. Примерно на 30бп снизились котировки выпусков **Русский стандарт-5** (YTP 13.45%) и **Русский стандарт-8** (YTP 13.38%). Мы думаем, что это связано с предстоящей на следующей неделе офертой по **7-му выпуску** – скорее всего, банк хочет вернуть часть займа в рынок и сейчас «торгуется» по этому поводу с инвесторами.

В сегменте гособлигаций вчера были отмечены продажи в выпуске **ОФЗ 46020** (-25бп; YTM 7.22%) Это, очевидно, связано с намеченными на сегодня аукционами. Напомним **Минфин** проведет доразмещение облигаций серии **26200** на 5 млрд. и серии **46020** - на 10 млрд. руб. Интересно, даст ли **Минфин** сегодня хорошую премию – так, как это было на прошлой неделе?

Сегодня на вторичные торги выходят выпуски **ВТБ 24-2** (YTP 7.83%), **Микояновский-2** (YTP 12.23%) и **Номос-банк-8** (YTP 9.53%). Напомним, что выпуски **ВТБ 24** и **Номос-банка** были размещены «мимо

рынка» (см. наши комментарии от 13 и 21 февраля), поэтому, несмотря на явное несоответствие их доходностей рыночной конъюнктуре, котировки этих выпусков вряд ли изменятся.

ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И ОФЕРТЫ

Вчера завершилось размещение биржевых облигаций **РБК** (S&P: B+) на 1.5 млрд. рублей, по итогам аукциона доходность сложилась на уровне 12.25% (мы ожидали около 11%). Относительную «дороговизну» займа для компании мы связываем с новизной инструмента, не очень знакомым именем на рублевом долговом рынке и главное – невозможностью включения выпуска в **Ломбардный список**, несмотря на подходящий рейтинг.

Еще одной иллюстрацией продолжающегося **repricing'a** ликвидности и риска стала оферта по выпуску **НПО Сатурн-2**. Судя по реестру сделок, порядка 80% выпуска было предъявлено к оферте, несмотря на решение компании повысить купонную ставку до 12.5%. Потом, правда, часть выкупленных облигаций (по нашим оценкам – около 500 млн. рублей) вернулась в рынок по цене 99.80 (УТР 13.12%). Из-за этого примерно на 15bp просели котировки более короткого **НПО Сатурн-3** (УТР 12.97%)

Банк Кедр (B2) вчера выкупил по оферте около 86% займа, несмотря на купон на уровне 12.3%. Кроме того, показательно решение **Русфинанс банка** (Baa2/BB+, дочка **Societe Generale**) отказаться о размещения облигаций на 4 млрд. рублей из-за «слишком высокой» ставки, которую затребовали инвесторы. Напомним, выпуск маркетировался на уровне 10.25-12.36% по доходности, причем облигации с очень высокой вероятностью были бы включены в **Ломбардный список** (там уже находятся 4 выпуска банка).

Сеть Мосмарт (NR) вчера провела встречу с аналитиками

Аналитики: Михаил Галкин, Мария Радченко e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

К сожалению, нам не удалось присутствовать на встрече. Однако мы получили от компании презентацию, сделанную вчера руководством. Как следует из презентации, чистая выручка компании в 2007 г. выросла на 62% и достигла 8.4 млрд. руб. (данные управленческой отчетности, объединяющей результаты Мосмарта и девелоперского подразделения – Гиперцентр).

Ключевые финансовые показатели группы Мосмарт, управленческая отчетность

млн. руб.	2006 г. факт	2007 г. (оценка компании)	2008 г. (прогноз компании)
Выручка	5 166.8	8 383.4	20 735.9
Валовая прибыль	563.4	1 064.0	3 239.0
ЕБИТДА	117.8	369.8	974.6
Чистая прибыль	23.3	75.9	139.7
Чистый Долг	110.7	1 105.7	3 089.5
Ключевые показатели			
Gross margin (%)	10.9%	12.7%	15.6%
ЕБИТДА margin (%)	2.3%	4.4%	4.7%
Чистый долг/ ЕБИТДА (x)	0.94	2.99	3.17
ЕБИТДА/проценты (x)	4.3	1.9	2.3

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Показатели операционной рентабельности в 2007 г. тоже заметно улучшились (ЕБИТДА margin 4.4% против 2.3% в 2006 г.). Активная инвестиционная политика стала причиной роста долговой нагрузки – соотношение Чистый долг/ЕБИТДА увеличилось в 2007 г. с 0.9х до 3х. Тем не менее, такой уровень долга нельзя назвать высоким для российского ритейла. Объем долга компании (около 1 млрд. руб.) заметно ниже стоимости портфеля недвижимости (независимая оценка Гиперцентра – 251 млн. долл.).

В 2008 г. компания ожидает еще более динамичного роста – выручка ожидается на уровне 20.7 млрд. руб. (+147%). Вероятно, основная часть новых магазинов будет запущена на площадях Гиперцентра, т.е. не

будет связана с большим объемом дополнительных инвестиций. Во всяком случае, по прогнозам компании, чистый долг к концу 2008 г. составит около 3 млрд. руб., а его соотношение к EBITDA – около 3.2х.

Оферта по коротким облигациям Мосмарта наступает уже менее чем через месяц. По нашим оценкам, их доходность (15.3%) сейчас соответствует кредитному профилю компании.



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.