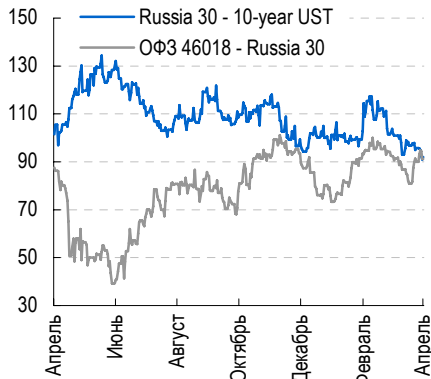
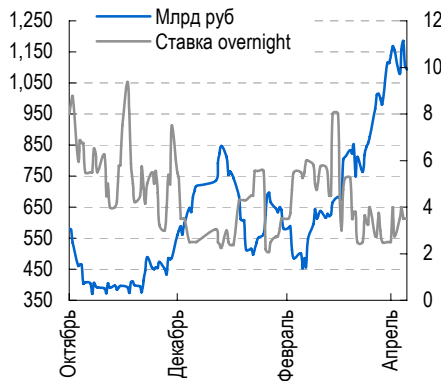


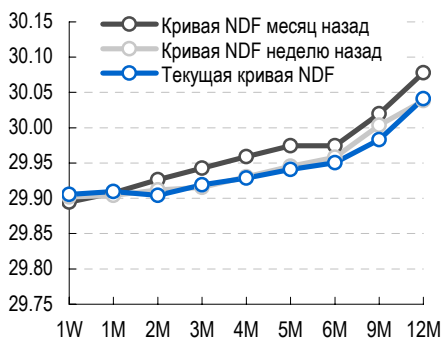
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

27 апр	Выплата акцизов, НДС
27 апр	ВВП США за 1 кв. 2007
28 апр	Выплата налога на прибыль
30 апр	Индекс PCE Core
1 май	Индекс ISM Manufacturing
15 май	Размещение руб.обл. Сибкадемстрой-1
15 май	Выплата ЕСН
16 май	Размещение руб.обл. РусфинансБанк-3

Рынок еврооблигаций

Доходности UST снова растут. Российский сегмент сужает спрэды. Завершили размещения Банк Москвы и Транскапиталбанк (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций

В первом эшелоне – небольшая фиксация прибыли. На первичном рынке – агрессивные размещения. Приятное исключение – Якутия-7 (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Л'Этуаль (NR): результаты за 2006 г. лучше ожиданий (стр.3)
- Вкратце: Инициативы президента В.Путина, озвученные во вчерашнем обращении к Федеральному собранию, могут привести к увеличению бюджетных расходов почти на 1 трлн. руб. до 2010 г., в т.ч. расходы бюджета-2007 могут возрасти на 650 млрд. руб., а одним из источников финансирования станет Стабфонд (Источники: Интерфакс, Коммерсантъ). Очевидно, что столь сильный рост бюджетных расходов будет мешать действиям правительства и ЦБ по сдерживанию инфляции. Последние заявления чиновников свидетельствуют об их неуверенности в реалистичности задачи удержания инфляции в 2007 г. в рамках 8.0%. Мы полагаем, что эти новости могут привести к усилению ожиданий относительно укрепления рубля и снижению ставок NDF, что, при прочих равных, должно оказать поддержку рублевым облигациям.
- Вкратце: Группа Евраз (V1/BB-/BB) вчера опубликовала сильные результаты по МСФО за 2006 г. Выручка достигла USD8.3 млрд. (+27% к 2005 г.), рентабельность EBITDA выросла с 28.6% до 32%. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» на конец 2006 г. составило 0.7x. К сожалению, в отчетности еще не нашла отражения сделка по покупке Oregon Steel, которая была закрыта только в январе 2007 г. По нашим оценкам, pro forma «Чистый долг/EBITDA» Евраз в случае консолидации Oregon Steel и привлеченных на сделку кредитов составил бы около 1.6x. Мы рекомендуем инвесторам сокращать позиции в еврооблигациях EVRAZ 15 (7.65%) – в последние месяцы компания демонстрирует возросший аппетит к поглощениям (переговоры о покупке IPSCO, возможная реализация опциона на покупку акций Highveld). Такие сделки могут привести к росту долговой нагрузки компании.

Вкратце: Группа Черкизово (NR) отчиталась за 2006 г. по МСФО. Темпы роста выручки и EBITDA (15-16% в USD) оказались гораздо скромнее консенсус-ожидааний. На фоне активных инвестиций показатель «Долг/EBITDA» вырос с 3.6x в 2005 г. до 4.8x в 2006 г. С учетом денежных средств, оставшихся от IPO, показатель «Чистый долг/EBITDA» находится на уровне 3.4x. Мы не видим потенциала сужения спрэдов в выпуске Черкизово-1 (9.15%; CCS+340бп).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.70	+0.05	+0.10	0
EMBI+ Spread, бп	157	-1	-14	-12
EMBI+ Russia Spread, бп	93	-1	-9	-3
Russia 30 Yield, %	5.61	+0.03	-0.03	-0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.52	0	-0.04	0
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	414.4	-19.1	-313.0	-251.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	678.8	+5.8	+555.0	+564.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	289.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.5	-0.32	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.91	0	-0.01	+0.23
Нефть (брент), USD/барр.	67.7	-0.9	+3.1	+7.0
Индекс РТС	1960	-13	+49	+50

Рынок еврооблигаций

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

Коррекция в **US Treasuries** продолжается – доходность 10-летних нот вчера выросла с 4.65% до 4.70%. Причин несколько – это и ожидания сильных данных по ВВП США (сегодня), и рост фондовых рынков (индекс **Dow Jones** сейчас на максимуме), и слабые итоги вчерашнего аукциона по размещению 5-летних UST.

Спрэд **EMBI+** сузился на 1 бп и составил 157бп. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 5.61%) выглядит вполне крепко – котировки на уровне 113 $\frac{3}{4}$ - 114.0, спрэд к UST сузился до 93бп. На корпоративном рынке мы вчера наблюдали неагрессивные продажи в длинных выпусках **ALROSA 14** (-1/4; YTM 6.26%), **GAZPRU 34** (-1/8; YTM 6.27%), **TMENRU 16** (-1/8; YTM 6.60%). Приятным исключением стал выпуск **EVRAZ 15** (YTM 7.64%) – после опубликованной финансовой отчетности котировки взлетели на $\frac{1}{2}$ пп. Мы не столь оптимистичны относительно перспектив облигаций Евраз (см. комментарий на стр.1).

На первичном рынке завершилось размещение субординированного выпуска **Банка Москвы** (рейтинг выпуска Ваа1/BBB-, купон 6.81%, USD400 млн.) и 3-летних еврооблигаций **Транскапиталбанка** (B1, 9.125%, USD175 млн.). Оба выпуска были размещены после снижения ориентиров по доходностям, что отражает высокий уровень спроса.

Также стало известно о маркетинге нового CLN девелоперской компании **Хорус Кэпитал**. Купон по годовым нотам планируется на уровне 9.5%-9.875%. Похоже, что часть средств будет направлена на рефинансирование первого выпуска CLN **HORUS 07** (YTM 9.49%) с погашением 30 мая 2007 г.

Рынок рублевых облигаций

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

На вторичном рынке мы вчера наблюдали фиксацию прибыли в большинстве выпусков первого эшелона: **МосОбласть-6** (-8бп; YTM 6.89%), **ЛУКОЙЛ-4** (-25бп; YTM 7.27%), **ФСК-4** (-10бп; YTM 7.29%), **Газпром-9** (-8бп; YTM 7.13%). «Лучше рынка» выглядели облигации **ФСК-5** (+17бп; YTM 6.98%). Из всех выпусков ФСК нам больше всего нравится **ФСК-3** (YTM 6.91%), имеющий заметно более широкий спрэд к кривой CCS/NDF. Однако, в целом в настоящий момент мы считаем разумным сокращение позиций в выпусках первого эшелона и снижение дюрации портфелей в связи с некоторой перегретостью рынка рублевых облигаций.

Вчера прошли последние размещения перед праздниками. В ходе аукциона по облигациям **Якутия-7** цена сложилась около 101.27 (YTM 7.74%). В конце дня котировки выпуска выросла до 101.34% от номинала (YTM 7.73%). Напомним, что его справедливую доходность мы оценивали в районе 7.60%, поэтому считаем выпуск привлекательным на текущих уровнях.

В ходе размещения дебютного выпуска облигаций **Связь-банка** купон был зафиксирован в размере 8.90%, что соответствует доходности к 2-летней оферте на уровне 9.20% и кажется нам несколько агрессивным. То же можно сказать и о размещении выпуска **ОГК-6-1** (купон: 7.55%; YTP 7.69%), который разместился со спрэдом около 157бп к кривой CCS/NDF. Для сравнения выпуск **ОГК-5** (YTP 7.64%), чье кредитное качество кажется нам более высоким, торгуется на уровне CSS плюс 172бп.

Вчера также стало известно, что выпуски **СамарОбл-3** (YTM 7.30%) и **ЯрОбласть-6** (YTM 7.69%) были включены в список A1, что, вероятно, приведет к росту их котировок в ближайшие дни. На вторичные торги сегодня выйдут облигации **Элемент-Лизинг-1** (YTP 13.09%), **Вега-1** (YTP 13.10%), **МИАН-1** (YTP 12.72%) и **Кокс-2** (YTP 8.88%).

Ситуация на денежном рынке остается вполне благополучной. Несмотря на избыток ликвидности, банки продолжают активно продавать валюту, сводя на нет эффект бюджетной стерилизации. Вчера Банк России, по нашим оценкам, купил еще около USD1.5 млрд.

Л'Этуаль (NR): результаты за 2006 г. лучше ожидай

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

Мы получили консолидированную управленческую отчетность Группы компаний Л'Этуаль (Алькор энд Ко) за 2006-й финансовый год, истекший 30 марта (такое исчисление позволяет учитывать пик новогодних продаж в рамках одного отчетного периода).

Результаты оказались заметно лучше прогнозов, опубликованных в нашем кредитном исследовании к размещению облигационного займа от 10 ноября 2006 г. (см. табл.). С исследованием можно ознакомиться здесь <http://www.invest.mdmbank.com/common/data/pub/files/articles/306156/LEtoile.pdf>.

Консолидированная выручка группы в 2006 г. составила EUR287 млн. против ожидаемых нами EUR249 млн. Это связано с тем, что темпы расширения сети превысили наши прогнозы. На 1 апреля 2007 г. число магазинов достигло 336 (мы ожидали около 300, годом ранее – 226).

Одновременно Л'Этуаль продемонстрировала рост операционной рентабельности – показатель EBITDA margin составил 14.4% против прогнозирувавшихся 12.0%. Этого удалось достичь за счет более низких арендных ставок в регионах, где сейчас открываются новые магазины, а также растущей экономии на масштабе и развитии собственного логистического оператора. Рост выручки и операционной рентабельности позволил компании показать более сильные показатели покрытия долга по итогам 2006 г. (Долг/EBITDA 1.6x, Долг/Собственный капитал 0.9x).

Согласно заявлению генерального директора компании Гийома Вантье на форуме «Российская розничная торговля» (26 марта 2007 г.), в 2007 г. Л'Этуаль откроет еще 180 магазинов в 19 городах, направив на эти цели около USD90 млн. (EUR67 млн.). Ранее декларировались более скромные планы (97 магазинов). В связи с этим мы ожидаем, что объем долга компании по итогам 2007 г. превысит EUR100 млн., при этом показатель Долг/EBITDA останется в пределах 2.5-2.7x.

Облигации Л'Этуаль (Алькор энд Ко-1) в настоящее время торгуются вблизи номинала с доходностью к оферте в декабре 2007 г. на уровне 10.90%.

Ключевые финансовые показатели группы Л'Этуаль			
Млн. евро	Прогноз 2006	Факт 2006	Разница Факт/Прогноз
Выручка (без НДС)	248.9	287.0	+15%
EBITDA	29.8	48.6	+63%
Чистая прибыль	13.5	28.9	+114%
Финансовый долг	78.0	77.0	-1%
Ключевые показатели			
Валовая рентабельность	51.0	50.3	-0.7 п.п.
Рентабельность EBITDA	12.0	14.4	+2.4 п.п.
Финансовый долг/ EBITDA (x)	2.6	1.6	
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	0.7	0.9	
EBITDA/процентные платежи (x)	4.6	6.4	

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
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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.