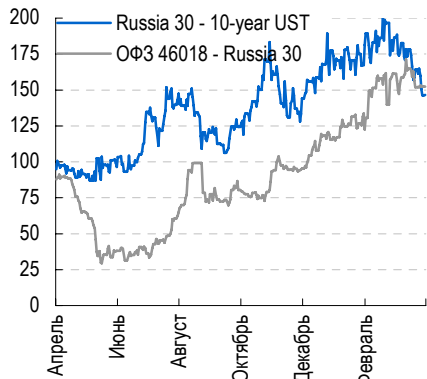
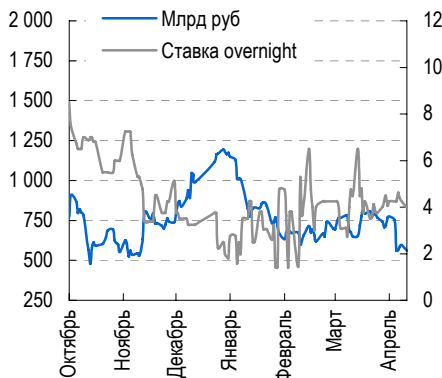


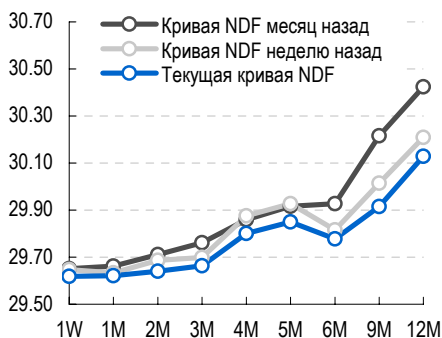
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

28 апр	Уплата налога на прибыль
28 апр	Размещение рубл. обл. ПромТехЛизинг-1
28 апр	Размещение рубл. обл. Банк Союз-3
29 апр	Размещение рубл. обл. ЧТПЗ-3
29 апр	Размещение рубл. обл. Банк НФК-2
29 апр	Размещение рубл. обл. МБПП-3
29 апр	Размещение рубл. обл. Разгуляй БО-3
29 апр	Размещение рубл. обл. Балтинвестбанк-1

Рынок еврооблигаций

- Доходности **UST** растут на инфляционных ожиданиях, спрэд **RUSSIA30** «пробил» отметку 150бп (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Настроения инвесторов все оптимистичнее – **ЦБ** вновь купил большой объем валюты. Однако активность на рынке снижается перед праздниками (стр. 2).

Новости, комментарии и идеи

- НФК (B2/B-), Газэнергосеть (NR):** комментарии к размещению (стр.3-4)
- Вкратце: Банк Солидарность (B3) может быть продан в ближайшее время структурам, подконтрольным Газпрому (A3/BBB).** (Источник: Ведомости). Слухи о продаже банка циркулировали и ранее. Если сделка будет подтверждена официально, это может оказать поддержку выпускам Солидарности, торгующимся сейчас с доходностью в диапазоне 15-20%.
- Вкратце: Акционеры ТОП-КНИГИ (NR) намерены продать инвестору блокпакет акций компании** (Источник: V&FM). Помимо ТОП-КНИГИ, на сегодняшний день, многие ритейлеры 2-3 эшелонов заняты поиском инвесторов, так что реакцию в выпуске ТОП-КНИГА-2 (УТР 13.4%) стоит ожидать лишь в случае успешного закрытия сделки.
- Вкратце: Fitch повысило рейтинг Татарстана на 1 ступень до «BBB-».** Вслед за этим Fitch подняло рейтинги двух эмитентов, кредитный профиль которых основан на поддержке от правительства Республики – **Связьинвестнефтехим** (BBB-) и **Банка АК Барс** (BB). Насколько мы понимаем, рейтинги двух других крупных заемщиков из Татарстана – **НКНХ** (B+) и **Казаньоргсинтеза** (B) – останутся неизменными, т.к. эти компании контролируются частным акционером (ТАИФ).
- Вкратце: Moody's изменило прогноз рейтинга ТМК (Ba3) со «Стабильного» на «Негативный» в связи с покупкой компанией активов Irsco.** Как ни странно, в целом комментарий Moody's достаточно позитивен. Рейтинговое агентство отмечает успехи ТМК, считает сделку полезной для компании и указывает, что снизит рейтинг только в том случае, если соотношение «Долг/ЕБИТДА» в ближайшие 1.5 года не опустится ниже 2.5x. Moody's одновременно повысило рейтинг еврооблигаций ТМК на 1 ступень до Ba3 в связи со снижением доли обеспеченного долга.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.87	+0.04	+0.41	-0.16
EMBI+ Spread, бп	262	-3	-34	+23
EMBI+ Russia Spread, бп	152	-5	-36	+5
Russia 30 Yield, %	5.34	+0.01	+0.03	-0.17
ОФЗ 46018 Yield, %	6.86	0	-0.04	+0.39
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	465.7	-46.5	-24.3	-422.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	95.6	+10.9	-64.2	-19.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	92.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.85	-0.22	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.60	-0.01	-0.02	-0.04
Нефть (брент), USD/барр.	116.3	+2.0	+12.5	+22.4
Индекс РТС	2129	+27	+80	-162

Рынок еврооблигаций

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

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ РАСТУТ

Пятница на мировых рынках прошла без особых потрясений – был опубликован довольно слабый индекс доверия потребителей, но доходности **US Treasuries** выросли в среднем на 4бп вдоль всей кривой, в основном на осторожном оптимизме на рынке акций, росте инфляционных ожиданий (в том числе на неожиданно высоких цифрах по инфляции в Японии) и переоценке вероятности изменения ставки ФРС. Сейчас почти четверть участников рынка верят в то, что цикл снижения ставки завершился, и регулятор оставит ее без изменения. Мы, тем не менее, считаем, что в среду все же увидим снижение на 25бп. По итогам дня, 10-летняя нота торговалась с доходностью 3.87% (+4бп).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В долговом секторе развивающихся рынков преобладали продажи, но спрэд **EMBI+** сузился еще на 3бп и составил 262бп. Сильнее других продавали выпуски Венесуэлы (на состоявшемся вчера размещении бондов на 3 млрд. долл.), а также облигации Аргентины, где накануне министр экономики подал заявление об отставке. Спрэд **EMBI+ Argentina** расширился за день на 25бп, составив 590бп, а котировки отдельных выпусков упали более чем на 5пп.

В российском секторе рынка интересного мало, а колебания котировок носят разносторонний характер. БENCHMARK **RUSSIA30** (YTM 5.34%) торговался вчера ниже по цене, но спрэд к **UST10** остается крайне узким – чуть менее 150бп. В корпоративном секторе мы видели осторожные продажи в длинных выпусках Газпрома, сохраняющийся спрос на **ROSBK09R** (YTM 9.68%), а также постепенное восстановление котировок **VIP16** (YTM 8.49%), просевших после размещения новых выпусков. На действия рейтинговых агентств почти не отреагировали ни облигации **AKBARS**, ни выпуск **TRUBRU09** (YTM 6.05%).

Сегодня в США не ожидается публикации какой бы то ни было макроэкономической статистики, но в течение недели выйдут цифры по инфляции (индекс PCE), рынку труда (Nonfarm Payrolls), а также индекс ISM в промышленности. Кроме того, в среду мы узнаем решение ФРС о ключевой ставке, так что неделя, судя по всему, будет не из легких.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В пятницу характер торгов рублевыми облигациями носил классический «предпраздничный» характер. Участники рынка в основном вносили последние коррективы в свои портфели - активность торгов была невелика, а спросом пользовались короткие выпуски **2-го эшелона** с достаточно высокой доходностью – **УРСА-3** (YTM 10.36%, +25бп), **ДВТГ-1** (YTP 13.26%, +25бп), **ДГК-1** (YTP 10.50%, +20бп), **ИжАвто-2** (YTP 12.35%, +26бп). Кроме того, мы отметили увеличение количества нерыночных сделок, что более традиционно для последних дней месяца.

Держатели около 24% займа решили исполнить пут-опцион по облигациям **ВТБ-5** (YTP 8.82%) - это существенно лучше результатов прохождения оферты по **4-му выпуску** в конце марта (напомним, тогда «занесли» порядка 92% займа). На наш взгляд, **ВТБ-5** сейчас выглядит очень привлекательно на фоне сравнимых по дюрации **ВТБ-4** (YTM 8.50%) и **РСХБ-6** (YTP 8.45%).

Сегодня состоится размещение облигаций **Банк Союз-3** на 2 млрд. рублей (предусмотрена годовая оферта). К сожалению, мы не видели price-talk. Однако, ориентируясь на более короткий **Союз-2** (YTP 9.34%), мы полагаем, что доходность может сложиться на уровне 10%.

Массированные интервенции ЦБ на валютном рынке в четверг позволили безболезненно перенести уплату **НДПИ** – сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ снизилась всего на 35.6 млрд. рублей до 561.3 млрд., а ставки **overnight** в пятницу не поднимались выше 4%. По оценкам наших дилеров, в последний день недели ЦБ купил еще порядка 3.5-4 млрд. долл. Благодаря этому сегодняшнее перечисление в бюджет **налога на прибыль**, скорее всего, пройдет также гладко. Кроме того, вероятно, активность на неделе будет низкой – скорее всего, многие участники рынка решили взять отпуск на эти три дня перед праздниками.

ЦБ ПРОВЕРИТ БАНКИ

В пятницу в ленте **Интерфакс** появилось сообщение, что ЦБ до конца года проведет проверку 49-ти банков, занимающихся потребительским кредитованием, на предмет соблюдения ими требований по раскрытию эффективных ставок. На наш взгляд, ничего страшного в этом нет – вряд ли лидеры этого рынка (**Русский стандарт, ХКФ Банк, УРСА Банк**) допускают серьезные просчеты. Однако на прошлой неделе котировки их облигаций довольно заметно подросли, поэтому мы не исключаем, что эта новость может послужить поводом для фиксации прибыли некоторыми инвесторами.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **Сибкадемстрой-1** (УТР 29.52%) была определена купонная ставка до погашения в размере 14.5% (доходность 15.73% исходя из текущих котировок).

НФК (В2/В-): комментарий к размещению

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

Завтра состоится размещение второго облигационного займа банка «Национальная факторинговая компания» объемом 2 млрд. руб. с погашением через 3 года и годовой офертой.

НФК – третья по объему предоставленного финансирования факторинговая компания в России (на 01.01.2008, РБК). Компания была образована в 2003 г. в результате выделения управления факторинга из «ИБГ НИКойл» (сейчас ФК Уралсиб). НФК имеет банковскую лицензию. Контролирующим акционером НФК является Н. Цветков, владелец ФК Уралсиб.

Размер факторингового портфеля компании по состоянию на 01.01.2008 г. составил 7 051 млн. руб. В структуре портфеля преобладают факторинговые требования с регрессом (68% на 01.01.2008 г.), но при этом последовательно растет доля требований без регресса (более рискованные активы). Помимо головного офиса в Москве, НФК имеет широкую региональную сеть.

На наш взгляд, ключевыми факторами поддержки кредитного профиля банка являются наличие «сильного акционера», высокий уровень адекватности капитала (TCAR 29.1% на 01.01.2008 г.), а также короткая структура активов (основу баланса составляют активы со сроком погашения до 1 года), что особенно важно в текущий период повышенных системных рисков рефинансирования и низкой доступности длинных финансовых ресурсов.

Среди недостатков кредитного профиля мы бы хотели выделить высокую концентрацию активов (на 01.01.08 на 10 крупнейших заемщиков приходилось 29.3% факторингового портфеля), постепенно снижающиеся показатели рентабельности и высокую зависимость от оптовых рынков капитала в структуре фондирования.

Ориентиры организаторов займа составляют 12.5-13.5%. Первый выпуск облигаций НФК имеет очень короткую дюрацию. На наш взгляд, в текущих рыночных условиях данный риск интересен по меньшей мере по верхней границе этого диапазона. В противном случае, в сегменте банковских облигаций есть гораздо более интересные предложения с точки зрения риск/доходность/репутация. Облигации основного конкурента НФК – ФК Еврокоммерц – торгуются сейчас с доходностью около 14%. Мы не видим серьезной

разницы в кредитном риске обеих компаний, что также подтверждается их одинаковыми кредитными рейтингами от Moody's (B2).

Ключевые финансовые показатели Национальной Факторинговой Компании, МСФО			
млн. руб.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Процентные доходы	881	1 027	1 442
Процентные расходы	77	226	475
Чистый процентный доход	804	801	967
Чистый комиссионный доход	(0.6)	(2)	(3.6)
Операционные расходы	84	129	179
Чистая прибыль/убыток	366	302	301
Собственный капитал	1 884	2 126	2 427
Факторинговый портфель	4 371	5 987	7 051
Активы	5 597	6 948	10 302
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	17.2%	14.6%	13.6%
Рентабельность собственного капитала	19.4%	15.1%	13.2%
Рентабельность активов	6.5%	4.8%	3.5%
Собственный капитал/ Активы	0.34	0.31	0.23

Источник: НФК, оценка МДМ-Банка

ОАО «Газэнергосеть»(NR): комментарий к размещению

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Завтра состоится размещение второго облигационного займа ОАО «Газэнергосеть» (ГЭС) объемом 1.5 млрд. рублей с погашением через 5 лет и офертой через полтора года. В структуре выпуска присутствует оферент – ООО «ЮНГК» – крупнейшая дочерняя компания ГЭС.

ГЭС была создана около 10 лет назад как единый оператор по сбыту сжиженного углеводородного газа, произведенного на заводах Газпрома. Однако в последние годы ГЭС начала активно заниматься розничной торговлей нефтепродуктами. Этот бизнес уже приносит почти две трети выручки компании, и в будущем этот показатель будет расти. Операционные активы ГЭС включают нефтебазы и несколько десятков заправочных станций, оперирующих под брэндом «Газпром». Через ООО «Межрегионгаз» компания на 100% контролируется группой Газпром (АЗ/ВВВ/ВВВ-). Так же, как и предыдущий займ компании, новый выпуск предусматривает пут-опцион в случае снижения доли группы Газпром в ГЭС ниже контрольной. Мы обращаем внимание на то, что юридическая сила подобных опционов никогда не «тестировалась».

Ключевым позитивным фактором кредитного профиля ГЭС, безусловно, является ее связь с Газпромом. Благодаря этой связи торговая компания имеет невысокие риски ухудшения отношений с поставщиками, а также умеренные регулятивные риски. Можно также говорить об определенной поддержке ГЭС со стороны Газпрома. Мы имеем в виду не столько финансовую поддержку в стресс-сценарии (компанию вряд ли можно назвать стратегически важным активом для Газпрома), сколько «административную силу» бренда материнской группы.

Из «минусов» ГЭС с точки зрения потенциальных приобретателей облигаций мы отмечаем недостаточную финансовую прозрачность компании и активную инвестиционную политику, которая ведет к росту долговой нагрузки в краткосрочной перспективе (см. табл.).

Пока инвесторам доступна лишь неконсолидированная российская отчетность ОАО «Газэнергосеть» и ключевой дочерней компании (ЮНГК). Первый отчет по МСФО, согласно меморандуму, появится в 2008 г. Насколько мы поняли, на уровне ОАО «Газэнергосеть» концентрируются основные денежные потоки и привлекается долговое финансирование от третьих лиц. На уровне дочерних компаний остается часть прибыли и практически нет долгов, поэтому, с точки зрения показателей покрытия долга, консолидированная отчетность ГЭС может выглядеть чуть лучше по сравнению с неконсолидированной РСБУ-отчетностью.

Нам не очень понятна ситуация с показателями прибыльности ГЭС. Они по какой-то причине последовательно снижаются, несмотря на то, что компания увеличивает долю чисто розничного бизнеса, тем более, достаточно рентабельного (нефтепродукты). Возможно, это связано с трансфертным ценообразованием и недостаточной репрезентативностью российской отчетности.

Организатор выпуска ориентируют рынок на ставку купона 10.5-11.0. На наш взгляд, с такой доходностью интереснее покупать облигации банков из Ломбардного списка. Если же интересует корпоративный риск, то стоит обратить внимание на другие примеры компаний с сильным акционером («дочки» РЖД и Мособласти), облигации которых торгуются с доходностью около 13-14%. Справедливости ради отметим, что отчетность этих компаний (ЖДИ, ЖСИ, МОИТК, Мособлгаз и т.п.) выглядит несколько хуже по сравнению с отчетностью ГЭС.

Ключевые финансовые показатели ОАО «ГЭС», РСБУ			
млн. руб.	2006 г.	2007 г.	2008 г. (прогноз)
Выручка	8 620.9	31 624.2	50 441.0
ЕВITDA	372.2	820.3	1 066.0
Чистая прибыль	237.3	397.8	488.0
Чистый долг	958.6	2 015.7	4 950.0
Собственный капитал	543.5	941.3	1 723.0
Активы	2 733.0	5 462.7	6 673.0
Ключевые показатели			
ЕВITDA margin (%)	4.3%	2.3%	2.1%
Чистый долг/ ЕВITDA (x)	2.6	2.5	4.6
ЕВITDA/проценты	14.0	4.5	н.д.
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	1.8	2.1	2.9

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.