



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	51.68	1.28	2.54	€ Evraz' 13	65.61	0.24	22.12	-8
Нефть (Brent)	52.26	1.01	1.97	€ Банк Москвы' 13	-	-	-	-
Золото	938.25	9.25	1.00	€ UST 10	109.92	0.31	2.65	-
EUR/USD	1.3564	0.00	0.28	€ РОССИЯ 30	95.75	0.65	8.25	-13
USD/RUB	33.3964	-0.01	-0.04	€ Russia'30 vs UST'10	561			-9
Fed Funds Fut. Prob фев.10 (0.25%)	100%	0.00%		€ UST 10 vs UST 2	183			0
USD LIBOR 3m	1.23	0.00	0.36	€ Libor 3m vs UST 3m	109			5
MOSPRIME 3m	16.49	-0.08	-0.48	€ EU 10 vs EU 2	172			-2
MOSPRIME o/n	8.63	-0.20	-2.27	€ EMBI Global	643.40	-0.59		-4
MIBOR, %	8.63	-0.09	-1.03	€ DJI	7 924.6	2.25		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	658.90	12.60	-10.35	€ Russia CDS 10Y \$	420.71	-10.19		-42
Сальдо ликв.	60	0.00	0.00	€ Gazprom CDS 10Y \$	685.52	-7.89		-59

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Рынок стремительно сокращается в объеме...

...благодаря чему и растет

Pipeline ОФЗ – информация пока противоречива

Глобальные рынки

Позитив из корпоративного сектора

ВВП США: -6.3% в 4-м кв.2008 г.

На повестке дня – ужесточение финансового регулирования

Рост доходности прекратился, а 7-летние UST пользуются спросом

Еврооблигации EM закрылись в минусе

В корпоративных евробондах ралли продолжается

Корпоративные новости

Разгуляя: детали встречи с держателями облигаций

Аптечная сеть 36,6: дополнения ко вчерашнему комментарию

Алексей Кудрин: реальный уровень NPL в банковском секторе близок к 10%

Мечел пытается реструктурировать долг

Новости коротко

Корпоративные новости

- Акционеры Национального банка «Траст» договариваются о передаче блока пакета банка Роснефти в счет погашения долга в 2.5 млрд руб. (источник – Ведомости). Источник газеты в Роснефти утверждает, что акционеры «Траста» предлагали «Роснефти» разные варианты, в том числе и контрольный пакет. Чисто теоретически еврооблигации Trust' 09 (60% от номинала) и NB Trust' 10 (около 43% от номинала) могут пользоваться спросом на фоне этого сообщения. Однако фундаментальных предпосылок для кардинального пересмотра кредитного риска Траста пока недостаточно.
- Белон ведет со Сбербанком переговоры о привлечении проектного финансирования на 5 лет. / Reuters
- Государственные монополии РЖД и АЛРОСА могут передать банк КИТ Финанс в АСВ (источник – Коммерсантъ). Новость негативна для облигаций КИТ Финанс, хотя, судя по индикативным котировкам на уровне 100% от номинала, они абсолютно не рыночны в настоящее время.

Кредитные рейтинги

- Moody's снизило рейтинг оператора наружной рекламы Gallery на 1 ступень до «Caa2». / Moody's

Внутренний рынок

Рынок стремительно сокращается в объеме...

BMVI: корпоративные облигации
«рыночный объем», млрд. руб.



Рублевые облигации продолжают расти в цене благодаря сжатию в объеме – с начала года номинальный объем корпоративного сектора только за счет погашений облигаций сократился с 1.7 трлн руб. до 1.5 трлн руб.

В реальности эта цифра должна быть ниже, поскольку номинальный объем пройденных эмитентами ofert с начала года превышает 170 млрд руб. Однако, даже если учитывать чистый объем выкупа эмитентов по офортам с сентября прошлого года (220 млрд руб.), то объем корпоративного сектора в настоящий момент не превышает 1.3 трлн руб. Если отбросить схемные размещения и бумаги третьего эшелона, сумма вновь снижается. По нашей оценке, объем рыночных выпусков 1-2 эшелона не превышает в настоящий момент 742 млрд руб. Из этих бумаг и приходится выбирать инвесторам.

Таким образом, именно технические факторы заставляют цены бумаг карабкаться вверх. Поэтому об устойчивости повышательного тренда еще можно поспорить – ведь умеренную доходность бланкового долга обеспечивает не доступность кредитных ресурсов для компаний или банков, а локальный недостаток качественных активов на долговом рынке. Ситуация может быстро поменяться после того как с предложением облигаций выйдут на первичный рынок госкомпании (например, РЖД). Кроме того, воспользоваться форточкой могут попытаться эмитенты, выкупившие свои бонды по офорте – у таких компаний максимальная оперативность для выхода на долговом рынке – не нужно проводить маркетинг и регистрировать новый заем в ФСФР.

...благодаря чему и растет

Тем временем, загнав доходности качественного второго эшелона в зону низких ставок, инвесторы принялись за бумаги верхнего диапазона доходности – вчера значительно подросли облигации **ЮТэйр-3**, **ИКС5**, **КБРенКап-3**.

Позитивная информация об успешном прохождении офорты **Ситрониксом** поддержало рост котировок **Системы**, цена бумаги достигла 100.75%. Интересно, пойдет ли по стопам мамы и станет ли размещать бумаги на вторичном рынке ниже номинала – судя по успеху Системы, эта идея может оказаться успешной.

Некоторое снижение выпуска **Москва-59** связано с фиксацией прибыли на фоне объявления Москомзаймом о размещении нового более длинного выпуска **Москва-58**. На аукционе, который пройдет уже 1 апреля, Москва предложит 15 млрд руб. Хотя объем достаточно внушительный, а дюрация бумаги на год выше чем у 59-го выпуска, мы не ожидаем, что размещение нового займа, которое, скорее всего, пройдет с доходностью в пределах 16.5-17.0%, вызовет значительную коррекцию обращающихся выпусков. Скорее после размещения отрастет новая бумага, ведь облигации Москвы на сегодняшний день остаются оптимальной инвестицией с точки зрения доходность/качество.

Инвесторы вчера избавлялись от бумаг **Мечела** на новостях, что компании все еще предстоит найти рефинансирование на \$1.5 млрд. (см. ниже наш кредитный коммент). Доходность выпуска Мечел-2 ушла выше 21%.

Несмотря на отсутствие новостей о том, что **МОИТК** справилась с офортой по второму выпуску, инвесторы с удовольствием покупали облигации **Московской области**, таким образом, полностью диссоциировав платежеспособность региона от проблем МОИТК и других аффилированных с МО компаний. Похоже, что утверждение, что новый менеджмент госкомпании и государство не обязаны брать ответственность за действия старой команды, входит в норму – см. новость выше про ФЛК. В этой связи можно ждать новых дефолтов среди системообразующих и/или квазигосударственных компаний.

Впечатляющий рост на фоне новости о продаже доли МСР вчера продемонстрировали облигации **Аптек** – сегодня после публикации информации о реструктуризации банковских займов оптимизма у инвесторов может поубавиться (см. кредитный комментарий ниже).

Pipeline ОФЗ – информация пока противоречива

В правительственных кругах продолжают обсуждаться проекты по капитализации банковской системы с помощью выпусков ОФЗ. Сегодня Интерфакс приводит слова директора департамента регулирования операций на финансовом рынке ЦБ Сергея Швецова о том, что в схеме будут использоваться обычные выпуски облигаций, а необычным будет способ размещения этих бумаг – при помощи взносов бумаг в уставные капиталы банков. Затем эти бумаги попадут на открытый рынок, для того чтобы быть применены банками в стандартных операциях РЕПО с ЦБ. Напомним, что согласно более ранним заявлениям чиновников, для капитализации банков предлагалось размещать специальные нерыночные выпуски ОФЗ. Также обсуждается вопрос обязательного обратного выкупа этих ОФЗ через несколько лет.

До тех пор пока не будут названы более конкретные параметры схемы, невозможно оценить, какой эффект новое предложение госбумаг окажет на рублевый долговой рынок, если окажет вообще. Кстати, на длинном конце кривой ОФЗ в последнее время появились устойчивые биды по доходности 13%+, что в принципе укладывается в годовой прогноз правительства по инфляции на текущий год. Спрэды bid/ask по большинству бумаг по-прежнему довольно широки, а сделок проходит крайне мало.

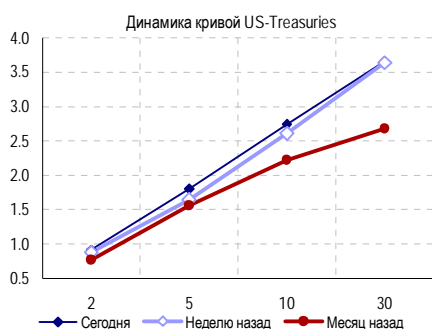
Биржевые торги отдельными бумагами

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ПАВА 02 об	1.61	22	1000	21.10.2011	04.05.2009	74.52	58.32	-16.20	>200
ВК-Инвест1	367.04	8	10000	19.07.2013	22.01.2010	94.00	94.10	0.10	17.65
ГАЗПРОМ А4	25.24	46	5000	10.02.2010		97.46	97.65	0.19	11.38
ИнкомЛада2	0.03	52	1400	12.02.2010		0.16	0.24	0.08	-
КБРенКап-2	3.02	26	3000	04.04.2012	14.04.2009	98.50	98.60	0.10	44.48
Мечел 2об	72.33	31	5000	12.06.2013	16.06.2010	88.00	87.60	-0.40	21.32
Мос.обл.4в	20.29	35	9600	21.04.2009		98.99	99.20	0.21	24.36
Мос.обл.6в	52.42	29	12000	19.04.2011		77.00	79.00	2.00	23.44
Орхидея 01	4.79	131	1000	09.04.2009		25.50	18.95	-6.55	>200
ХКФ Банк-3	129.00	2	3000	16.09.2010	18.03.2010	100.00	-	0.00	15.86
ЮТэйр-Ф 03	696.65	11	2000	14.12.2010	15.12.2009	95.00	99.00	4.00	18.16
ИКС5Фин 01	137.61	12	9000	01.07.2014	06.07.2010	85.00	86.28	1.28	21.29
Кокс 02	102.30	3	5000	15.03.2012	18.03.2010	86.00	95.65	9.65	14.06
КуйбАзот-2	110.17	2	2000	04.03.2011		98.38	80.00	-18.38	23.21
МарийНПЗ 2	5.15	24	1500	16.12.2010	18.06.2009	83.00	83.30	0.30	143.16
СИТРОНИКС1	2965.56	221	3000	21.09.2010	23.03.2010	97.00	97.49	0.49	26.57
Система-01	128.06	12	6000	07.03.2013	11.03.2010	100.50	100.75	0.25	18.90
ТрансКред3	192.88	6	5000	07.07.2011	07.01.2010	96.50	96.49	-0.01	15.37
АК БАРС-04	32.34	23	5000	15.10.2013	20.04.2010	98.00	98.00	0.00	15.63
Алт36иб об	4.73	118	3000	30.06.2009		46.71	58.77	12.06	>200
Аркада-03	0.00	22	1200	31.03.2011	01.10.2009	0.37	0.79	0.42	>200
Белон 01	1.95	29	1500	03.06.2009		78.45	79.50	1.05	>200
Белон 02	0.96	22	2000	23.02.2012	27.08.2009	62.80	60.99	-1.81	>200
ВТБ - 6 об	141.30	32	15000	06.07.2016	15.07.2009	98.88	98.91	0.03	12.86
ГАЗФин 01	8.03	106	5000	08.02.2011		38.00	37.00	-1.00	119.58
МГор46-об	189.24	1	10000	25.07.2009		99.50	99.60	0.10	9.55
МГор59-об	1269.23	42	15000	15.03.2010		96.55	96.50	-0.05	14.66
Мос.обл.8в	50.69	25	19000	11.06.2013		69.00	71.00	2.00	26.11
НИКОСХИМ 2	1.30	30	1500	20.08.2009		27.00	30.00	3.00	>200
НутриНв1об	0.10	39	1200	09.06.2009		19.99	19.88	-0.11	>200
РБК ИС БО5	0.05	22	1500	09.07.2009		14.50	12.12	-2.38	>200
ФСК ЕЭС-05	142.73	6	5000	01.12.2009		97.70	97.70	0.00	11.03

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Анастасия Михарская

Глобальные рынки



Источники: REUTERS

Позитив из корпоративного сектора

Вчера позитивные новости пришли из корпоративного сектора. Крупнейший ритейлер электроники в США отчитался гораздо сильнее, чем ожидал рынок. Кроме того, General Motors удалось договориться с представителями профсоюзов об увольнении 7500 тыс. человек. Компания сокращает издержки для получения необходимой помощи от правительства США. Работники будут уволены с выходным пособием и могут быть приняты на работу позднее, но с окладом, не превышающим половины прежнего. Котировки GM выросли на 14.0%, а индекс S&P 500 - прибавил 2.33%. Bloomberg подсчитал, что ралли за последний месяц на фондовом рынке стал лучшим с 1974 года.

ВВП США: -6.3% в 4-м кв.2008 г.

Данные по ВВП экономики США были пересмотрены гораздо консервативнее, чем ожидали экономисты. Итоговые цифры – в 4-м квартале 2008 г. ВВП США сократился на 6.3% против 6.2% (оценка месяцем ранее). Это снижение ВВП стало самым серьезным с 1982 года. За весь 2008 год ВВП США вырос на 1.1%.

На повестке дня – ужесточение финансового регулирования

Министр финансов США Тим Гайтнер вчера продолжил настаивать на ужесточении регулирования финансовых институтов. Гайтнер предлагает создать новые правила «игры», для того, чтобы финансовые регуляторы могли контролировать деятельность хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и рынки деривативов. Очень много интересных предложений было в отношении регулирования рынка CDS. Позднее мы постараемся представить эти предложения подробнее.

Рост доходности прекратился, а 7-летние UST пользуются спросом

Вчера кривая доходностей UST сместилась вниз, главным образом, за счет благоприятных итогов аукциона по размещению 7-летних US Treasuries, который прошел на удивление удачно. Спрос превысил предложение в 2.52 раза по сравнению с аукционом, прошедшим в феврале. Доля не прямых заявок оказалась на уровне 28.0% по сравнению с 38.7% на прошлом аукционе.

Таким образом, вчера на глобальных рынках был довольно неординарный день: доходности UST снижались вместе с ростом фондовых индексов, что бывает довольно редко.

Кривая US-Treasuries

	YTM, %		Изм-е, б.п.			
	тек.	изм-е	26-мар-09	d	w	YTD
UST 02	0.91	0	0.91	-5	4	15
UST 05	1.79	-1	1.80	-2	15	24
UST 10	2.75	0	2.74	-5	13	52
UST 30	3.67	2	3.66	-9	2	98

Еврооблигации EM закрылись в минусе

Еврооблигации EM снова выросли. Российский риск покупают. Спрэд России 30 к UST 10 сузился до 555 б.п.

Динамика индексов EMBI+

	Индекс				Спрэд			
	26-мар-09	d	w	YTD	26-мар-09	d	w	YTD
EMBI+	403.0	0.64%	0.77%	2.92%	616	1	-17	-55
EMBI+ Россия	444.5	1.14%	2.13%	10.93%	536	-8	-44	-190
EMBI+ Украина	119.8	-0.84%	-2.57%	11.05%	2832	148	171	106
EMBI+ Мексика	379.1	1.08%	0.24%	-2.19%	356	-2	0	-5
EMBI+ Бразилия	653.1	0.94%	0.43%	-2.71%	403	-4	-17	-13
EMBI+ Венесуэла	386.5	0.61%	-2.47%	15.11%	1586	4	68	-222
EMBI+ Турция	281.4	-0.10%	2.75%	1.21%	495	9	-41	-10
EMBI+ Аргентина	42.9	4.17%	-4.81%	-9.64%	1879	-28	44	184

Источники: JP Morgan, REUTERS

В корпоративных евробондах ралли продолжается

В корпоративных еврооблигациях сохраняется спрос субординированные банковские евробонды. В других секторах позитивная динамика также сохраняется. (см. табл. ниже).

Корпоративные еврооблигации: банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	YTM, %	Dur	Изм-е за день		Изм-е за неделю		Рейтинг
						Цена, %	YTM, б.п.	Цена, %	YTM, б.п.	
BM' 17s	USD	400	10.05.17	21.20	4.6	2.58	-53	11.73	-232	- / Baa2 / BB+
GazpromB' 11s	USD	300	16.06.11	12.47	1.9	2.16	-110	1.81	-88	BB- / Baa3 / -
RSHB' 16s	USD	500	21.09.16	15.94	5.0	2.68	-53	7.14	-137	- / Baa2 / BBB-
Sber' 15s	USD	1000	11.02.15	13.85	4.4	2.40	-54	6.42	-140	- / Baa1 / BBB-
VTB' 15s	USD	750	04.02.15	16.75	4.2	2.29	-54	8.31	-187	BBB- / Baa2 / BBB-
VTB' 09rub	RUB	10000	13.04.09	20.74	0.0	-	-	0.13	261	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 09rub	RUB	10000	13.04.09	20.74	0.0	-	-	0.13	261	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 16€	EUR	500	15.02.16	10.37	1.7	0.00	-	4.71	-	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 18	USD	2000	29.05.18	14.51	3.3	-	-	-	-	BBB / Baa1 / BBB
VTB' 35	USD	1000	30.06.35	14.33	4.6	2.53	-54	9.15	-187	BBB / Baa1 / BBB
VTB Europe' 0s	USD	500	06.10.09	9.99	0.0	0.00	4	0.00	26	- / Baa3 / BBB-
VTB Europe' 0s	USD	500	16.04.09	34.50	0.0	-	-	-	-	- / Baa3 / BBB-
VTB SevZ' 15s	USD	400	29.09.15	16.33	4.6	-	-	-	-	- / Baa2 / BBB-
VTB24' 09	USD	500	07.12.09	4.67	0.2	0.00	2	1.55	-209	BBB / Baa1 / BBB
Alfa' 09	USD	400	10.10.09	8.11	0.5	-0.01	1	0.00	1	BB- / Ba1 / BB-
Alfa' 12	USD	500	25.06.12	18.85	2.5	0.15	-6	1.39	-48	BB- / Ba1 / BB-
Alfa' 17s	USD	300	22.02.17	22.48	4.4	0.26	-6	-4.47	104	B / Ba2 / B+
Bank St.Pet' 17	USD	100	25.07.17	47.48	2.8	0.00	0	0.00	2	Be / B1 / -

Источники: Bloomberg

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	YTM, %	Dur	Изм-е за день		Изм-е за неделю		Рейтинг
						Цена, %	YTM, б.п.	Цена, %	YTM, б.п.	
Airosa' 14	USD	500	17.11.14	17.39	3.8	0.22	-5	1.83	-44	BB- / Ba2 / -
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	22.12	2.8	0.24	-8	6.40	-202	BB- / B1 / BB
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	11.84	7.4	2.24	-30	4.62	-61	BBB / A3 / BBB
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	24.16	2.3	0.13	-5	3.60	-142	BB / - / BB
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	21.92	3.0	0.17	-5	6.35	-195	BB / Ba2 / BB
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	12.74	3.2	0.25	-8	1.76	-52	BB / Baa2 / BBB-

Источники: Bloomberg

Егор Федоров

Корпоративные новости**Разгуляй: детали встречи с держателями облигаций**

Вчера Разгуляй провел встречу с держателями облигационных займов 2, 3 и 4-ой серий с офертами в апреле-мае 2009 г. (общий объем – 8 млрд руб.), на которой предложил инвесторам схему реструктуризации долга, предполагающую погасить 20 % задолженности в срок оферты, еще 35 % – через год, а оставшуюся сумму – в плановый срок погашения каждого выпуска (2011, 2012, 2013 гг.). Новая ставка купона составит 17 % и может быть повышена для держателей облигаций с более дальним сроком погашения.

На конец 2008 г. валовой долг компании «Разгуляй» достиг 28 млрд руб. (при денежной позиции – около 2 млрд руб), из которых 11 млрд руб. приходится на обеспеченные кредиты банков, а 17 млрд руб. – на выпуски облигаций (из них 7 млрд руб. – это биржевые облигации, и 10 млрд – обычные облигационные займы).

Как сообщил менеджмент Разгуляя, с банками-кредиторами удалось договориться о пролонгации кредитов. Например, ВТБ, являясь крупнейшим держателем долга компании на 6 млрд руб., согласился на пролонгацию кредитов на 5 лет. Более того, как уверяет компания, с держателями облигаций на 13 млрд руб. также удалось договориться о реструктуризации. В эти 13 млрд руб. попадают все держатели биржевых выпусков, в том числе и тех, которые явно размещались технически в октябре-декабре 2008 г. сроком на 1 год, и большая часть держателей долга бланкового. Если верить компании, неурегулированным остается вопрос с держателями облигаций на 4 млрд руб., которых и пригласили на встречу, предложив вышеописанную схему. Это означает, что якобы компании удалось договориться с половиной владельцев вышеупомянутых бумаг 2-4 серий.

Из презентации, которая была показана на встрече, но почему-то не выдана присутствующим в бумажном виде и не прислана в электронном (что является общепринятой практикой), мы увидели достаточно обескураживающие нас данные в отношении финансового состояния компании.

Так, выручка компании в 2008 г. составила 39.5 млрд руб., EBITDA – 2 млрд руб. Очевидно, что OCF при этом был не выше EBITDA. На данный момент Чистый долг/EBITDA составляет 13х, а наши оценки показателя Чистый долг/OCF в таком случае вообще близки к 20х.

Нас, откровенно говоря, потрясло, что за 2008 год инвестиции Группы составили 23 млрд руб. (!), хотя в 1-м полугодии 2008 г., если верить отчетности по МСФО, CAPEX не превышал 6 млрд, а уже в ноябре 2008 г. на конференц-колле менеджмент Разгуляя уверял, что капитальные инвестиции в 2008 г. были сокращены на 5 млрд руб. до 8-9 млрд.

В результате огромных по размерам инвестиций долг компании увеличился с 14 млрд руб. ровно в 2 раза. Нам не очень понравилось то, что даже если исключить инвестиции на реконструкцию (около 5 млрд руб.), почти 18 млрд руб (!) были потрачены по покупке сельхозземель из расчета более \$ 3 000 за 1 га, что в 1.5 раза выше среднерыночной цены.

В 2009 г. компания надеется выйти на OCF в районе 2.8-3.0 млрд руб. (уже с учетом процентных выплат), что при отсутствии прироста новых долгов позволит выйти на уровень Чистый долг/EBITDA в 5-6х. В числе прочих мероприятий по высвобождению денежных средств – уже предпринятая оптимизация численности персонала, номинальное сокращение зарплат, урезание инвестпрограммы до 2 млрд руб. с 7-8 млрд руб., планировавшихся изначально, продажа некоторых предприятий за 1 млрд руб., получение субсидий по процентам на 400 млн руб., надежда получить в мае 2009 г. 2 млрд руб. в качестве госгарантий по кредитам.

Показанная нам вчера картина финансового состояния Разгуляя убедила нас в том, что компания находится в катастрофическом положении. Более того, если отбросить варианты потенциальной господдержки компании, на которые на месте держателей мы бы вообще не полагались, представленная модель денежных потоков на 2009 год выглядит сверхоптимистичной. Мы склонны исходить из того, что из собственных средств компания расплатиться по принятому графику едва ли сможет. Разумеется, это не самая точная оценка, так как у нас нет ни финансовой модели самой компании на 2009-2013 гг., ни условий реструктуризации прочих долгов.

В настоящее время из 3 возможных опций (подавать иски с целью банкротить компанию, продажи облигаций в рынок, соглашения на реструктуризацию) мы бы скорее выбрали реструктуризацию по следующим причинам:

- Текущая стоимость облигаций (котировки bid) 2-3-ей серий сейчас близка к 20-25 %, что сопоставимо с величиной первого транша по реструктуризации. К тому же, у нас есть серьезные предположения, что сегодня котировки бумаг Разгуляя пойдут вниз. По крайней мере, мы будем удивлены, если рынок никак не отреагирует на данные о

финансовом положении Разгуляя.

- Если действительно большая часть инвесторов согласилась на реструктуризацию, то переговорная позиция оставшихся инвесторов в части выторговывания лучших условий очень слаба. Хотя на месте текущих держателей мы бы попытались добиться от компании прояснения достигнутых условий реструктуризации с прочими кредиторами, и самое главное – официального подтверждения уже достигнутых и подписанных реструктуризаций и пролонгаций.
- Recovery ratio при предъявлении исков и доведении компании до банкротства едва ли будет высоким, учитывая обеспеченность всех банковских кредитов, предполагаемую величину и ликвидность незаложенного имущества, дисконт при его продаже. Мы думаем, что максимальная величина возврата, на которую могли претендовать бланковые кредиторы, будет ниже величины первого транша по реструктуризации.

Оговоримся, что, рассматривая вариант предложенной реструктуризации, мы консервативно закладываемся на 90-100%-ную вероятность получения первой части выплат в 20 % этой весной и не более чем 40-50%-ную вероятность получения второй части выплат через год. На возможность получения оставшейся части в конце срока обращения мы не стали бы всерьез полагаться.

Леонид Игнатьев, Сабина Мухамеджанова

Аптечная сеть 36,6: дополнения ко вчерашнему комментарию

Ведомости сегодня пишут о том, что Аптечная сеть 36,6 начала договариваться с банками о реструктуризации долга. Переговоры, в частности, ведутся с Номос-банком (сумма кредита — 500 млн руб.), параметры реструктуризации еще не определены.

Подробно об Аптеках в свете появления новости о покупке их миноритарного пакета фондом частных инвестиций Marshall Capital Partners (MCP) мы писали вчера в ежедневном обзоре. Наше в целом негативное отношение к этим бумагам после этой новости чуть окрепло, а вчерашнее ралли в облигациях, продолжающееся, кстати, и сегодня, мы бы объяснили исключительно эмоциональностью участников. Иными словами, краткосрочный рост котировок с 45% до 63% нам представляется фундаментально необоснованным и даже, более того, видится отличным вариантом для среднестатистических держателей-«неинсайдеров» для выхода из бумаг.

Наша логика рассуждений следующая. Если компания ведет переговоры о реструктуризации банковского долга, то такая же участь даже с большей долей вероятности ждет облигационеров. Далее, не стоит переоценивать важность фактора входа MCP в капитал компании. Во-первых, по имеющимся у нас сведениям, сделка еще далека от закрытия и носит характер предварительной договоренности. Во-вторых, даже если она и будет совершена до даты погашения, то на деньги от сделки финансовым кредиторам рассчитывать не придется: в Коммерсанте вчера было явно указано на что будут направлены эти средства – на урегулирование просроченной торговой кредиторской задолженности. В-третьих, даже если дело и идет к продаже Верофарма, то финализация сделки и получение денег, скорее всего, будет не быстрым событием и сомнительно, что произойдет до даты погашения. Наиболее вероятно, это будет долгий период изнурительных торгов и переговоров с понижением цены. В-четвертых, мы обращаем внимание на одну не самую приятную для инвесторов в долговые бумаги деталь: Нутритек, крупным держателем пакета которого является как раз фонд MCP, недавно не расплатился по купону и находится в статусе реального дефолта. Так что, связывать приход MCP в капитал с надеждой на безоговорочное восстановление платежеспособности Аптечной сети 36,6 явно не стоит.

Леонид Игнатъев

Алексей Кудрин: реальный уровень NPL в банковском секторе близок к 10%

Реальный уровень просроченной задолженности банков может составлять уже 10%, заявил вчера Кудрин на закрытой встрече с банкирами, сообщил Ведомостям ее участник. Расхождение реальных данных со статистикой ЦБ Кудрин объяснил «привычкой» участников рынка улучшать показатели отчетности.

Нам достаточно сложно комментировать оценку уровня NPL, прозвучавшую из уст министра финансов. Однако, если рассмотреть сегмент рублевого публичного долга, то данные окажутся вполне сопоставимыми.

Эмитенты рублевых облигаций, по оценке Банка Москвы, с июня 2008 г. по февраль 2009 г. просрочили выплаты на 45 млрд руб., или 5.9% из запланированных выплат на 762 млрд руб. Если брать отдельно эмитентов 3-ого эшелона, то там просрочка по облигациям уже вплотную приблизилась к 10%.

Статистическая оценка просрочки для рублевых бондов*

	весь сектор	3-й эшелон	2й эшелон
Объем неурегулированных обязательств, млн. руб.	45 031	29 087	15 944
Все выплаты (купоны/ погашения/ оферты и пр.), млн. руб.	762 368	327 809	279 239
Оценка уровня просрочки	5.9%	8.9%	5.7%

*За период с 01.06.2008 по 28.02.2009

Источники: Аналитический департамент Банка Москвы

Егор Федоров, Леонид Игнатъев

Мечел пытается реструктурировать долг

Вчера мы успели написать о том, что Мечел сообщил о начале размещения с 1 апреля своих привилегированных акций, не уточнив детали этого размещения. Также компания объявила о достижении соглашения с кредиторами о продлении истекавшего на текущей неделе \$1.5-миллиардного бридж-кредита на покупку Oriel Resources до 15 мая 2009 г.

Ведомости пишут сегодня, что Мечел намерен предложить кредиторам заплатить сразу лишь треть кредита (\$ 0.5 млрд), а оставшуюся сумму – пролонгировать на три года, причем в первый год платить лишь проценты. По данным издания, сроки не вызывают у кредиторов серьезных возражений, спор идет вокруг ставки по кредиту, которая может составить LIBOR+3.3 % или выше.

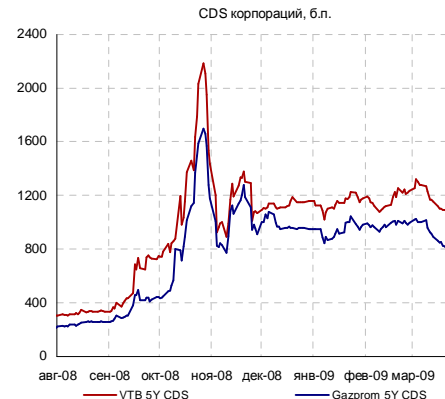
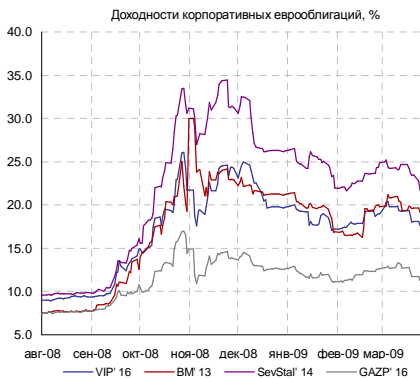
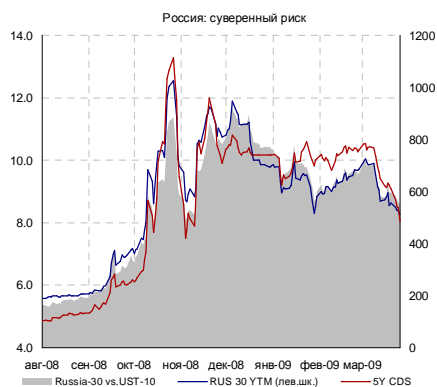
Выпуск привилегированных акций мог понадобиться Мечелу для завершения сделки по покупке американской угольной компании Bluestone Coal, о чем сообщалось примерно месяц назад. Мы не думаем, что какая-то часть этих бумаг попадет на рынок, хотя полностью исключать такую вероятность при наличии у Мечела значительного короткого долга также нельзя.

Что касается реструктуризации крупнейшего кредита Мечела, то описываемые Ведомостями условия выглядят благоприятно для компании, однако неясно, все ли кредиторы согласны на подобную пролонгацию. Судя по тому, что соглашение о продлении срока кредита до 15 мая появилось лишь непосредственно перед его предполагаемым погашением, а также учитывая предыдущие сообщения о замораживании средств Мечела на счетах BNP Paribas, переговоры идут достаточно тяжело. Отметим, что \$1.5-миллиардный бридж-кредит на покупку Oriel Resources является основной частью \$5.1-миллиардного долга Мечела (по состоянию на 30.09.2008), остальные платежи распределены достаточно равномерно, и пролонгация этого займа фактически будет означать успешную реструктуризацию задолженности компании.

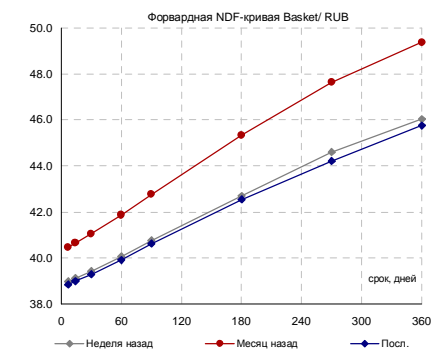
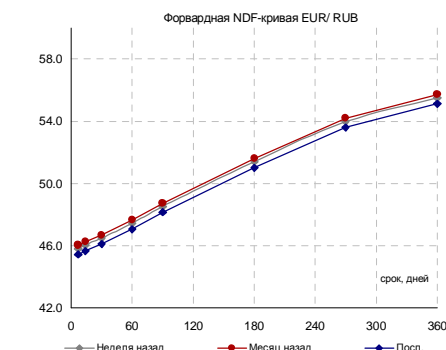
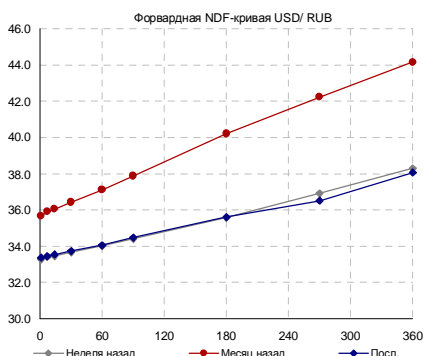
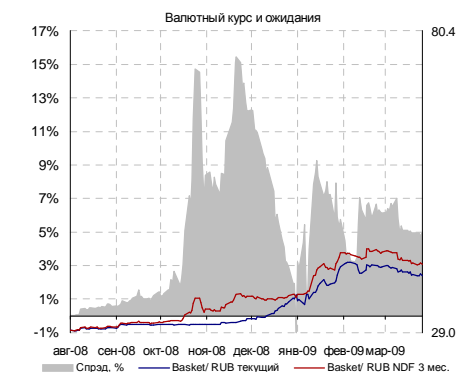
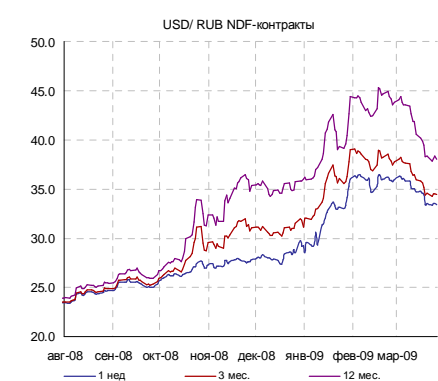
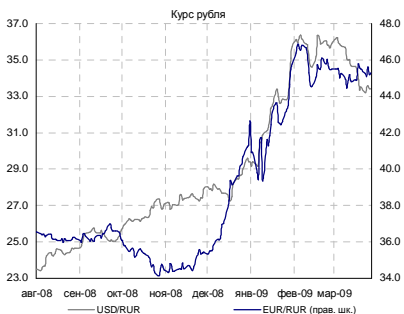
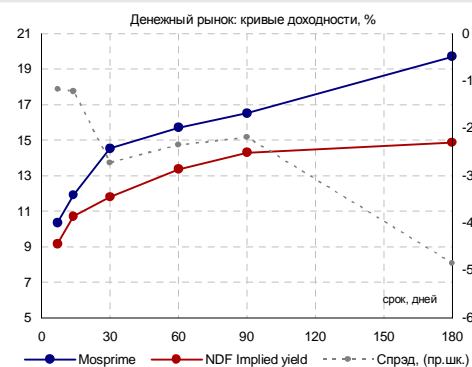
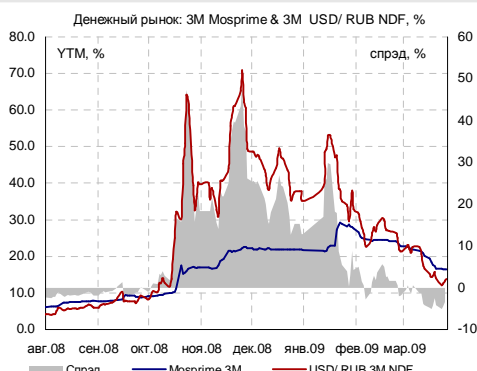
Бумаги Мечел-2 с годовой дюрацией по доходности снизились почти до 21%. Мы относимся к ним нейтрально.

Юрий Волов, Андрей Кучеров, Леонид Игнатьев

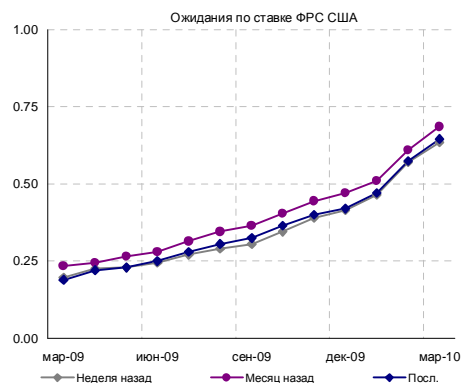
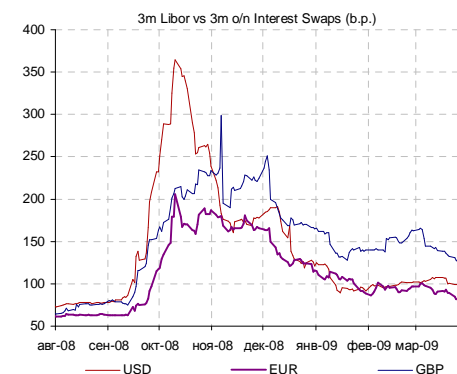
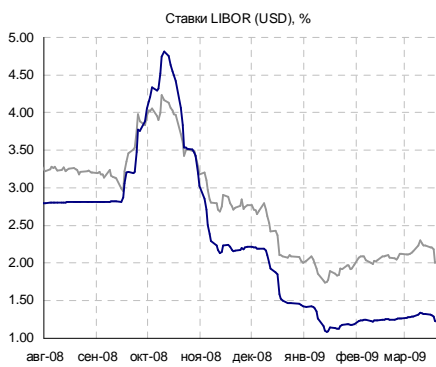
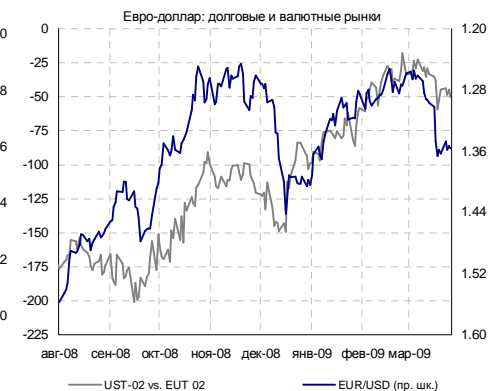
Российский долговой рынок



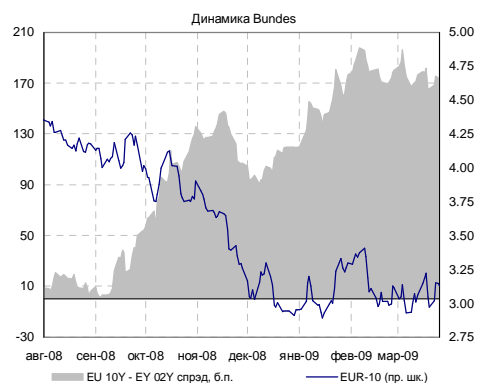
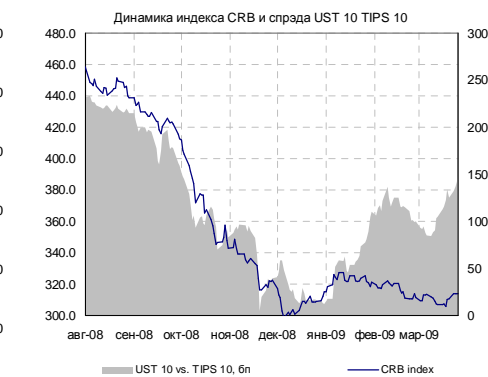
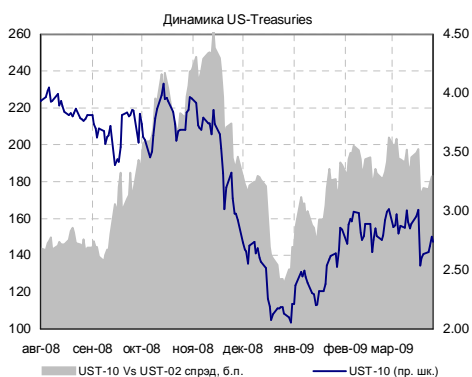
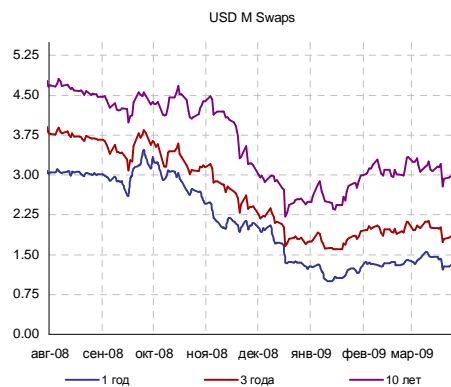
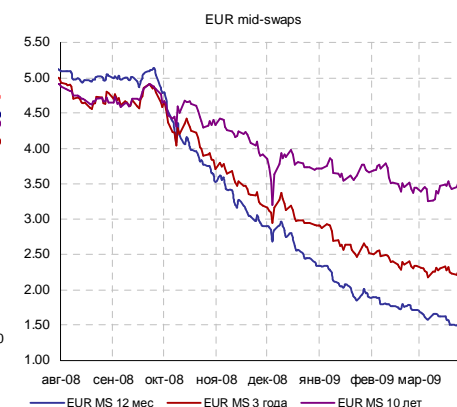
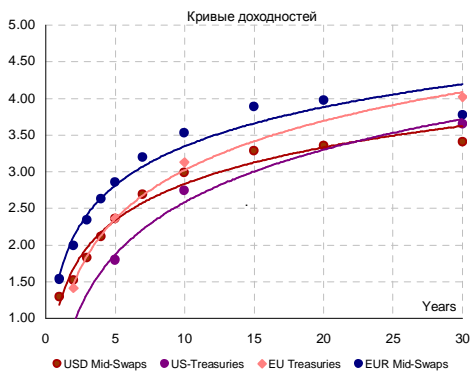
Денежно-валютный рынок



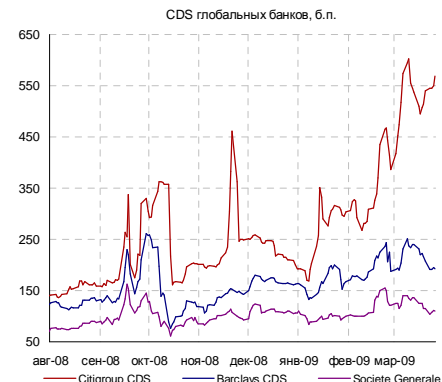
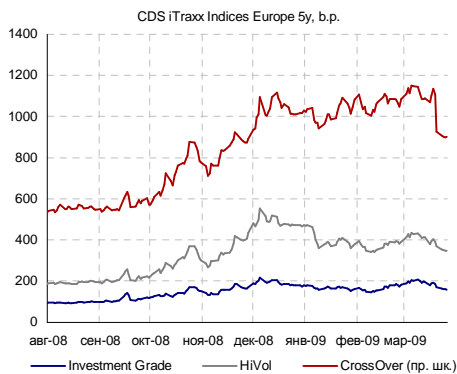
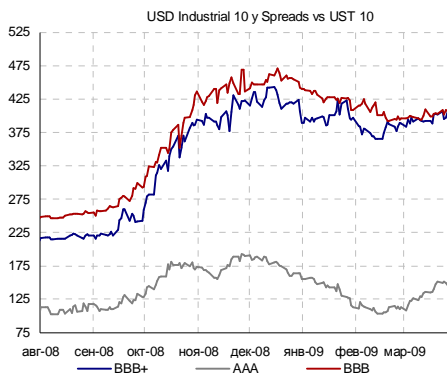
Глобальный валютный и денежный рынок



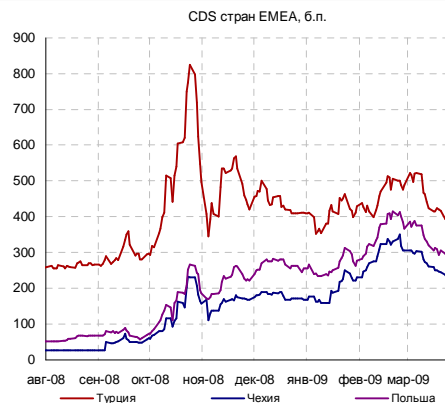
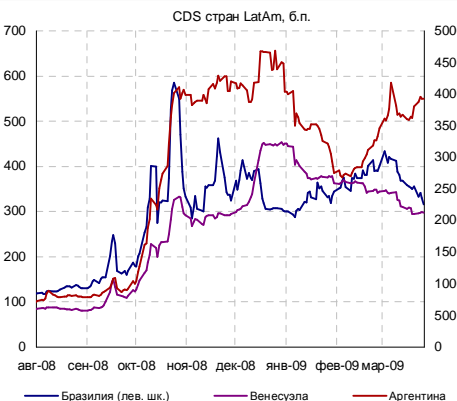
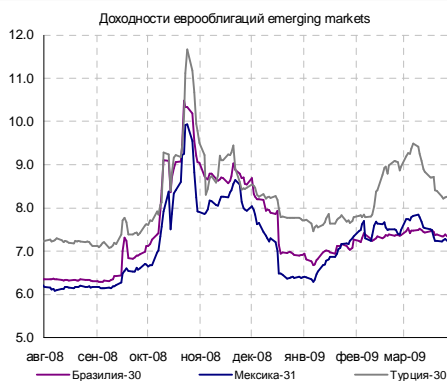
Глобальный долговой рынок



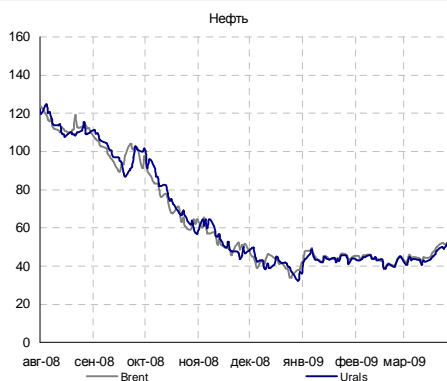
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	КИТФинБ-02	2 000	Оферта	100	2 000
СЕГОДНЯ	Чувашия-04	750	Погаш.	-	750
28.03.2009	ИнкомФин01	1 250	Погаш.	-	1 250
30.03.2009	ЖилсоцФ-3	1 500	Оферта	100	1 500
30.03.2009	Киров.зд1	1 500	Оферта	100	1 500
30.03.2009	МежПромБ-1	3 000	Оферта	100	3 000
31.03.2009	СМАРТС 03	1 000	Оферта	100	1 000
31.03.2009	СуварКаз-1	900	Погаш.	-	900
31.03.2009	Эрконпрод1	1 200	Оферта	99	1 190

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Фактическое значение	Прошрое значение
18.03.09	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	фев.09	0.3%	0.4%	0.0%
18.03.09	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	фев.09	0.1%	0.2%	0.0%
18.03.09	Баланс счета текущих операций, \$ млрд.	4 кв. 2008	-137.1	-132.8	-181.3
18.03.09	Официальное заявление FOMC		0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
19.03.09	Индекс опережающих индикаторов Conference Board	фев.09	-0.6%	-0.4%	0.4%
23.03.09	Промышленный индекс ФРБ Филадельфии	мар.09	-39.0	-35.0	-41.3
23.03.09	Денежная масса				
23.03.09	Продажи на вторичном рынке жилья, %	фев.09	-0.9%	0.1	-5.3%
25.03.09	Заказы на товары длительного пользования, тыс. ед.	фев.09	-2.5%	3.4%	-5.2%
25.03.09	Продажи на первичном рынке жилья	фев.09	-2.9%	4.7%	-10.2%
26.03.09	Окончательная оценка ВВП	4 кв. 2008	-6.6%	-6.3%	-6.2%
СЕГОДНЯ	Индекс потребительских настроений Мичиганского университета	мар.09	56.8		56.6
31.03.09	Индекс потребительских настроений Conference Board	мар.09	26.0		25.0

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Телекоммуникации, Банки**

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**ТЭК**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.