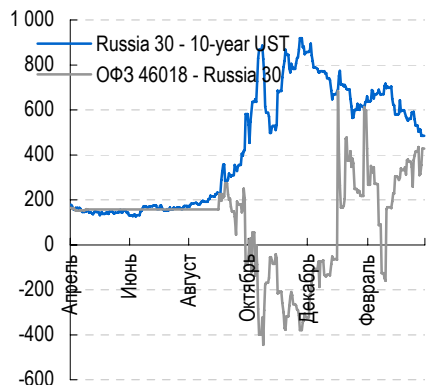
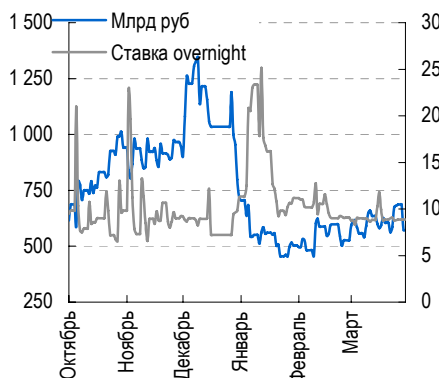


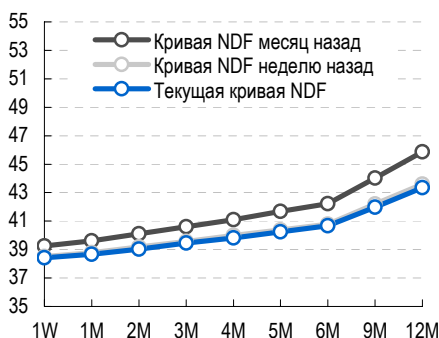
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

14 апр	Индекс цен производителей (США)
14 апр	Данные по розничным продажам (США)
15 апр	Индекс потребительских цен (США)
15 апр	Производственный индекс Empire Manufacturing
15 апр	Данные по движению капитала (США)
15 апр	Данные по пром. производству в США
15 апр	Уровень загрузки пром. мощностей (США)
15 апр	"Бежевая книга"

### Рынок еврооблигаций

- Банки пока «вытягивают» рынок акций. Ждем новостей о прогрессе в размещении нового бенчмарка Газпрома (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Без особых перемен (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Для Черкизово (NR) инвестиции важнее обязательств по облигациям (стр. 3)
- X5 (B1/BV-) опубликовала результаты по МСФО за 2008 г. Негативными аспектами отчетности стали убытки от обесценения 'goodwill' и курсовых разниц. Фактически речь идет о одновременных расходах, носящих неденежный характер. Кредитный профиль X5 остается очень крепким. Компания является лидером в «нециклической» отрасли, имеет умеренную долговую нагрузку, сравнительно высокую рентабельность, сильного контролирующего акционера, грамотный менеджмент и доступ к финансированию в госбанках. Мы нейтрально относимся к облигациям X5 на текущих уровнях (УТМ 18.5%).
- КД Авиа (NR) получит госпомощь в объеме 4 млрд. руб. Федеральный бюджет делает соответствующее перечисление в бюджет Калининградской области, а та, в свою очередь, оплатит допэмиссию акций компании (Источник: Reuters). Безусловно, это хорошие новости для кредиторов КД Авиа. Крупная инъекция капитала способна спасти компанию от банкротства. Однако долг КД Авиа составляет около 10 млрд. руб., т.е. эмиссия акций на 4 млрд. руб. не сможет решить всех долговых проблем компании. Кроме того, техническая реализация сделки может занять несколько месяцев. Нам кажется, что справедливая стоимость рублевых облигаций КД Авиа с учетом этой новости составляет около 20-25% от номинала.

- Вкратце: Сибирьтелеком (B+) опубликовал результаты 2008 г. по РСБУ. В 4-м квартале рентабельность резко снизилась (в т.ч. из-за курсовых разниц), однако в целом кредитный профиль компании пока остается достаточно прочным. На рынке почти не осталось ликвидных облигаций Сибирьтелекома.

- Вкратце: Казахстанский Альянс Банк (Ca/ССС) попросил кредиторов о реструктуризации долгов. После национализации новый менеджмент обнаружил «неучтенные» ранее обязательства на 1.1 млрд. долл.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.86	-0.06	-0.03	+0.65
EMBI+ Spread, бп	557	-2	-96	-133
EMBI+ Russia Spread, бп	477	0	-106	-266
Russia 30 Yield, %	7.75	-0.02	-0.95	-2.10
ОФЗ 46018 Yield, %	11.81	-0.23	+0.08	+3.36
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	385.4	+52.3	+4.0	-483.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	250.1	+10.6	+105.3	+85.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	24.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.85	-0.03	-0.23	1.65
RUR/Бивалютная корзина	38.31	-0.06	-1.07	+3.50
Нефть (брент), USD/барр.	52.1	-2.0	+7.2	+6.5
Индекс РТС	815	-2	+162	+183

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### БАНКИ ПОКА «ВЫТЯГИВАЮТ» РЫНОК

Инвесторы в США вчера активно покупали банковские акции (например, **Citi** +25%, **BoA** +15%) на ожиданиях приятных сюрпризов в их отчетности за 1-й квартал. Несмотря на ралли в бумагах финансовых институтов, индексы акций закрылись «в ноль» (**DJIA** -0.32%, **S&P500** +0.25%).

Пока позитивные прогнозы сбываются: инвестбанк **Goldman Sachs** вчера (на день раньше, но после закрытия рынка) опубликовал хорошие квартальные результаты. Прибыль оказалась примерно в 2 раза выше консенсус-ожидааний аналитиков. Впрочем, несмотря на это, сегодня утром фьючерсы на американские индексы акций расположились в отрицательной зоне.

Инвесторы в **US Treasuries**, как это уже бывало не раз, оказались более консервативны в восприятии реальности: доходности вдоль всей кривой вчера снизились примерно на 5-10бп, а **10-летние ноты**, например, завершили день на отметке 2.86% (-6бп). Движение доходностей на коротком конце (**2-летние UST** 0.87%, -8бп) было более значительным. Возможно, из-за того, что вчера **ФРС** покупала как раз 2- и 3-летние выпуски (объем интервенций составил 7.37 млрд. долл.).

Из-за выходного дня в Европе в сегменте еврооблигаций **Emerging Markets** вчера ничего не происходило. Ничего не слышно и о прогрессе Газпрома с маркетингом и размещением нового долларového бенчмарка.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### БЕЗ ОСОБЫХ ПЕРЕМЕН

Большую часть времени бивалютная корзина вчера торговалась около очередного «рубежа **ЦБ**» в 38.30 руб. **Центробанк**, по нашим оценкам, приобрел немногим меньше 500 млн. долл. Несмотря на достаточно ощутимое снижение цен на нефть, рубль по-прежнему выглядит очень крепко – на 5%-ное снижение стоимости барреля марки **Brent** валютный рынок отреагировал ростом корзины на какие-то 5 копеек (сегодня утром 38.35).

На 5-недельном беззалоговом аукционе банки привлекли порядка 8.7 млрд. руб., т.е. примерно вдвое меньше предложенного. Объем операций **прямого репо** также невелик (17.5 млрд. руб.), что косвенно свидетельствует о довольно комфортной ситуации с рублевой ликвидностью. Ставки **overnight** остаются на уровне 8%, а до начала налоговых выплат еще неделя – все это позволяет участникам долгового рынка чувствовать себя достаточно уверенно и продолжать неагрессивные покупки рублевых облигаций.

В **1-м эшелоне** вчера неплохим спросом пользовались выпуски **Московской области** и **РЖД**: **МосОбласть-8** (YTM 22.21%, +1пп), **МосОбласть-7** (YTM 20.78%, +50бп), **РЖД-8** (YTM 15.20%+60бп), **РЖД-11** (YTP 13.72%, +126п).

Высокий интерес инвесторы проявляют к сравнительно «безопасным» облигациям **2-го эшелона**, причем относительно большая дюрация уже никого не пугает. Например, выпуск **Магнит-2** (YTM 17.13%) прибавил в цене около 1.3пп, а облигации **Ленэнерго-3** (YTM 24.03%) подорожали примерно на 50бп. Оба выпуска погашаются в 2012 г.

## Для Черкизово (NR) инвестиции важнее обязательств по облигациям

*Аналитик: Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com*

Сегодня гендиректор группы Черкизово С. Михайлов дал достаточно развернутое интервью Ведомостям. Он рассказал о позитивных изменениях (девальвация рубля снизила конкурентоспособность импорта, продолжается успешная интеграция Куриного Царства), а также о проблемах компании (давление со стороны розничных сетей, убыточность мясопереработки и т.д.).

Но самыми интересными нам показались комментарии г-на Михайлова по поводу текущей финансовой стратегии. Он, в частности, сказал, что компания не намерена пересматривать инвестиционные планы и что в 2009 г. Черкизово потратит на капвложения не менее 100-120 млн. долл. И это несмотря на то, что у Черкизово уже достаточно высокая долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА  $\approx 3.7x$  на конец 2008 г.), а обозначенный размер инвестиционного бюджета едва покрывается операционным денежным потоком (129 млн. долл. в 2008 г.). Ключевая фраза интервью: «начатые проекты... это по приоритету идет даже выше, чем погашение облигаций».

Г-н Михайлов подтвердил, что в ходе предстоящей оферты в июне самостоятельно компания сможет выкупить лишь половину собственного облигационного займа (2 млрд. руб.). На прошлой неделе в ходе телеконференции по поводу предварительных результатов за 2008 г. представители Черкизово говорили о возможной реструктуризации займа.

На наш взгляд, озвученная менеджером Черкизово позиция является иллюстрацией слабой кредитной культуры на российском долговом рынке. Компания-заемщик считает обязательства перед кредиторами второстепенными по отношению к собственным инвестиционным планам (!). К сожалению, в последние месяцы все больше заемщиков начинают вести себя оппортунистически по отношению к кредиторам. Причин тому несколько. Во-первых, репутация сейчас почти ничего не стоит («кризис все спишет, не мы одни такие, рынки капитала все равно закрыты»). Во вторых, российское законодательство ставит кредиторов (и в особенности держателей необеспеченных облигаций) в крайне слабую позицию с точки зрения возможностей защиты собственных прав (в т.ч. контроля за деятельностью заемщика, обращения взыскания на имущество, эффективной реструктуризации).

Облигации Черкизово сейчас торгуются около 90% от номинала и характеризуются крайне низкой ликвидностью. На наш взгляд, с учетом высокого риска реструктуризации мы бы приблизительно оценили их справедливую стоимость на уровне 70% от номинала.



МДМ-Банк  
Корпоративно-  
Инвестиционный Блок  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172  
Тел. 795-2521

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

#### Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

#### Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

#### Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

#### Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

#### Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

#### Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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.

© 2009, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.