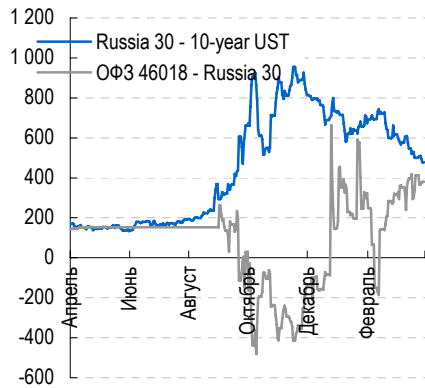
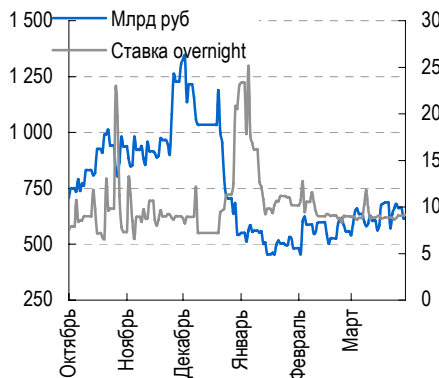


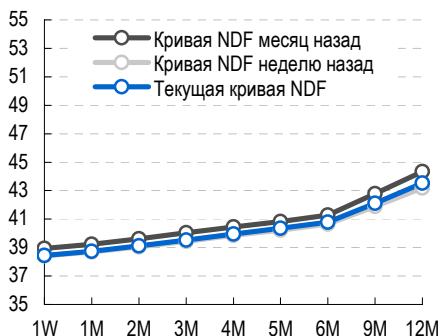
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

22 апр	Кол-во обращений за ипотекой (США)
22 апр	Индекс цен на жилье (США)
22 апр	Отчет Morgan Stanley за 1-й квартал 2009г.
23 апр	Кол-во заявок за пособ. по безработице (США)
23 апр	Объем вторичного рынка жилья (США)
24 апр	Продажи новостроек в США
24 апр	Заказы на товары длительного пользования
28 апр	Индекс цен на жилье S&P/CaseShiller (США)

### Рынок еврооблигаций

- Коррекция или нечто большее? В ЕМ вчера сыграли 'как по нотам' (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ослабление рубля не отменяет перспектив ралли в 1-м эшелоне (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- ЛСР (ВЗ/НР/В) опубликовала результаты за 2008 г. по МСФО (стр. 4)
- Сибирский ритейлер НТС (NR) опубликовал управленческую отчетность по группе компаний за 2008 г. (Источник: [www.nts-h.ru](http://www.nts-h.ru)). Консолидированная выручка НТС в 2008 г. составила 13.2 млрд. руб., показатель EBITDA margin – 5.6% (в EBITDA мы не учитываем неоперационные доходы). Соотношение «Долг/ЕБИТДА», по нашим расчетам, достигло 6.8x. Лишь 780 млн. руб. из 5 млрд. отражено как краткосрочный долг, но мы не уверены в корректности такого учета. Через несколько дней по выпуску облигаций НТС объемом 1 млрд. руб. наступает оферта. Высокая долговая нагрузка на денежный поток и капитал (Долг/Капитал=3.8x) обуславливает значительные риски для кредиторов.
- Moody's вслед за S&P и Fitch снизило рейтинги заемщиков группы Ренессанс Капитал. У инвестбанка Renaissance Capital Holdings Ltd. рейтинг понижен на 1 ступень до В1, а у КБ РенКап – на 2 ступени до В3. Прогноз всех рейтингов – 'Негативный'. Мы уже не раз говорили, что конструктивно относимся к кредитному профилю этой группы. На наш взгляд, наименее адекватным было рейтинговое действие Fitch ('CCC' для КБ РенКап). Сегодня состоится оферта по 2-му выпуску рублевых облигаций банка.
- Альфа-банк (Ва1/ВВ-/ВВ-) показал нейтральные результаты за 2008 г. по МСФО. Банк снизил рентабельность, но в основном из-за сравнительно консервативной политики формирования резервов. Одним из немногих «слабых мест» в кредитном профиле Альфы мы считаем низкие показатели адекватности капитала. Однако, насколько мы понимаем, в 1-м квартале банк предпринял усилия для укрепления капитала (в т.ч. получил суб.кредит от ВЭБа). Банк остается одним из системообразующих финансовых институтов РФ.
- ИжАвто (NR) добился согласия Kia снизить цены на машинокомплекты (Источник: Прайм-ТАСС). Мы не думаем, что это спасет кредиторов компании от жесткой реструктуризации долгов.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.84	-0.11	+0.20	+0.63
EMBI+ Spread, бп	569	+23	-71	-121
EMBI+ Russia Spread, бп	486	+28	-103	-257
Russia 30 Yield, %	7.98	+0.25	-0.82	-2.11
ОФЗ 46018 Yield, %	11.52	-0.01	-0.42	+3.07
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	341	-25.8	-58.1	-528.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	225.9	-22.0	+67.0	+60.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	5.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	9.13	0.05	0.13	1.93
RUR/Бивалютная корзина	38.05	-0.08	-0.93	+3.24
Нефть (брент), USD/барр.	49.9	-3.5	-1.3	+4.3
Индекс РТС	800	-35	+103	+168

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *КОРРЕКЦИЯ ИЛИ НЕЧТО БОЛЬШЕЕ?*

Начало недели выдалось довольно «жестким»: индексы акций по всему миру вчера снизились на 3-4% (**Dow Jones** -3.6%). События на прочих рынках развивались по цепочке в рамках классической схемы «бегства к качеству»: доллар заметно укрепился на **FOREX**, подешевело сырье (в частности, **Brent** -6.5%), а доходность **10-летних UST** опустилась до 2.84% (-11бп).

В центре внимания вчера были два события. Во-первых, **Bank Of America** отчитался за 1-й квартал. Прибыль банка оказалась существенно больше, чем ожидалось, однако на этот раз инвесторы предпочли обратить внимание на детали, т.е. на «качество» этой прибыли. Оказалось, что почти на  $\frac{3}{4}$  она получена инвестбанковским подразделением (Merrill Lynch), а вот основной бизнес – кредитование – едва свел концы с концами из-за увеличения резервов на потери по ссудам. И неясно еще, какая часть этой прибыли получилась за счет недавнего «ослабления» стандартов **US GAAP**.

Второй важной новостью стала «пиратская» публикация в **Интернете** результатов стресс-теста американских банков (<http://turnerradionetwork.blogspot.com/2009/04/leaked-bank-stress-test-reults.html>), которые оказались, мягко говоря, не очень оптимистичными. Правда, **Минфин** США вчера довольно оперативно выступил с официальным опровержением достоверности источника.

Важных макроэкономических новостей вчера не было. В США чуть хуже ожиданий оказался мартовский **индекс опережающих индикаторов**, однако это было компенсировано пересмотром в лучшую сторону февральских цифр.

Сейчас основной вопрос, который задают себе и друг другу инвесторы, звучит примерно так: является ли вчерашнее падение рынков лишь коррекцией или все же это «разворот» тренда? Время покажет.

### *EMERGING MARKETS: КАК ПО НОТАМ*

Закономерно, что еврооблигации **Emerging Markets** вчера продавали по всем фронтам: котировки основных бенчмарков снизились примерно на 1-1.5пп, а спрэд **EMBI+** расширился до 569бп (+23бп). Выпуск **RUSSIA30** (УТМ 7.98%) потерял вчера в цене порядка 1 1/2, а его спрэд к **UST** расширился до 514бп (+36бп). Из-за резкого падения цен на нефть российские бумаги вели себя «хуже рынка». Вряд ли мы кого-то удивим, сказав, что в корпоративных евробондах заметно активизировались продавцы: котировки длинных бумаг опустились также примерно на 1.5-2пп.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *ПРАКТИЧЕСКИ ПЛАВАЮЩИЙ КУРС*

Вчера рано утром «ничто не предвещало беды»: банки продолжали сдавать валюту, поэтому **ЦБ** купил около 500 млн. долл. и отодвинул свой бид предположительно до 38.00 руб. за корзину.

Однако затем рынок достаточно эмоционально отреагировал на резкое падение цены на нефть: стоимость корзины доходила до 38.50, стабилизировавшись затем около 38.35-38.40. Сегодня утром мы вновь торгуемся вслед за нефтью: она вчера поздно вечером продолжила падение, поэтому сейчас корзина стоит уже больше 38.60 руб. Это уже очень похоже на по-настоящему плавающий режим валютного курса. В такой ситуации **Центробанк** вполне может позволить себе снизить ключевые рублевые ставки.

Несмотря на налоговые выплаты (вчера компании перечисляли **НДС**), ситуация с ликвидностью по-прежнему довольно комфортна – overnight около 9%, а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** составил всего 12.8 млрд. рублей).

### *ОСЛАБЛЕНИЕ РУБЛЯ НЕ ОТМЕНЯЕТ ПЕРСПЕКТИВ РАМИ В 1-М ЭШЕЛОНЕ*

Несмотря на рост стоимости бивалютной корзины, мы не увидели панических продаж рублевых облигаций. В выпусках 1-го эшелона биды отступили, но не более чем на 20-40бп. Впрочем, например, котировки выпуска **МосОбласть-8** (УТМ 20.59%) вчера снизились примерно на 1пп, однако после чрезвычайно бурного роста на протяжении последних недель это движение не выглядит сенсационным.

На наш взгляд, в ситуации, когда «**коридор ЦБ**» достаточно широк и мы фактически имеем плавающий валютный курс, движения рубля не должны оказывать значимого влияния на рынок рублевых облигаций. Ведь в каждый момент времени мы получаем «равновесное» значение обменного курса, ставки **NDF** остаются сравнительно низкими (ниже доходности многих выпусков 1-го эшелона), т.е. нет очевидного арбитража и возможности заработать, продав рублевые облигации и купив валюту. Поэтому мы умеренно-оптимистично настроены в отношении перспектив качественных рублевых облигаций и ожидаем постепенного снижения доходностей в 1-м эшелоне.

В заключение напомним, что сегодня должны пройти погашение выпуска **МосОбласть-4** (объем 9.6 млрд. руб.), а также оферта по облигациям **КБ РенКап-2**. Если оба события пройдут благополучно (базовый сценарий), то можно прогнозировать рост спроса в других выпусках этих эмитентов за счет эффекта высвобождения лимитов. Кстати, вчера **Стройтрансгаз** справился со своей офертой по облигациям 3-й серии.

## ЛСР (ВЗ/NR/В): итоги 2008 г.

Аналитик: Михаил Галкин e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

Очевидно, что в годовом отчете группы ЛСР – производителя строительных материалов, застройщика и девелопера – интереснее всего проанализировать итоги 2-го полугодия 2008 г. На самом деле, они выглядят очень неплохо. Компания продемонстрировала высокую операционную рентабельность (без учета крупных «бухгалтерских» убытков от переоценки стоимости активов), а также смогла сгенерировать положительный операционный денежный поток. Нас несколько разочаровал высокий объем инвестиций во 2-м полугодии (см. табл.) – с началом активной стадии экономического кризиса их неплохо было бы значительно сократить. Тем не менее, показатели долговой нагрузки ЛСР по итогам 2008 г. выглядят вполне удовлетворительно (Чистый долг/ЕБИТДА  $\approx$  2.2х).

К сожалению, мы не можем отдельно увидеть результаты 4-го квартала, когда в строительной отрасли произошел резкий спад. Мы предполагаем, что за последние 6 месяцев кредитный профиль ЛСР несколько ухудшился из-за снижения объемов продаж и цен на стройматериалы/недвижимость, а также усугубления проблемы неплатежей.

В структуре долга ЛСР на начало 2009 г. чуть менее половины (около 600 млн. долл.) приходилось на краткосрочные заимствования. Мы думаем, что у компании (равно как и у остальных представителей отрасли) сейчас есть проблемы с получением долгового финансирования. Из отчетности следует, что в начале 2009 г. ЛСР получила небольшие кредиты в Сбербанке и ВТБ.

На наш взгляд, достаточно велика вероятность того, что, ориентируясь на успешный опыт других эмитентов 2-3 эшелонов, ЛСР попытается реструктурировать все или часть своих долгов, в т.ч. рублевые облигации. Сейчас в обращении находится три выпуска группы на общую сумму 10 млрд. руб. По всем из них оферты или погашения наступают в ближайшие 12 месяцев. Доходность бумаг составляет около 100% годовых, что указывает на высокую оценку инвесторами риска реструктуризации.

	2007	1H2008	2H2008	2008
Выручка	1 403	940	1 064	2 004
ЕБИТДА скорректир.	310	242	288	530
Чистая прибыль	359	3	-325	-322
Собственный к-л	1 751	1 838	1 190	1 190
Активы	3 865	4 644	3 876	3 876
Операц. ден. Доток	-332	-104	280	176
Ден. поток от инвест. деят.	-246	-309	-395	-704
Долг	984	1 417	1 255	1 255
Чистый долг	631	1 094	1 145	1 145
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin	22.1%	25.7%	27.1%	26.4%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.0	2.3	2.0	2.2

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка



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 Эндру 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.