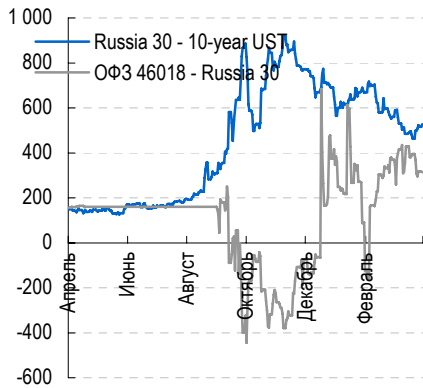
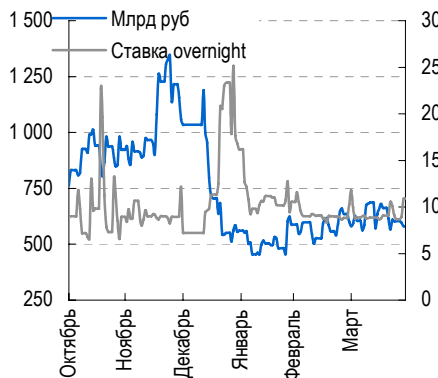


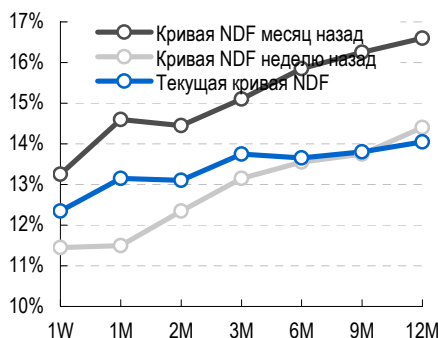
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



Кривая ставок NDF



Календарь событий

29 апр	ВВП США за 1-й квартал
29 апр	Решение FOMC по ставке
30 апр	Доходы/расходы домохозяйств (США)
30 апр	Индекс Chicago PMI
30 апр	Кол-во заявок на пособие по безработице (США)
1 май	Объем промышленных заказов (США)
1 май	Индекс деловой активности ISM (США)
4 май	Данные по рынку недвижимости (США)

Рынок еврооблигаций

- Оптимизм иссякает? (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ сегодня покупает валюту, а Москва и Минфин размещают облигации. В крепкий рубль верят не все. Нутритек хочет списать часть долга (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Евраз (Ba2/BB-): итоги 2008 г. и анализ перспектив (стр. 4)
- ВЭБ вчера утвердил заявки на субординированные кредиты. Среди счастливиц – Транскредитбанк (Ba1/BB), Промсвязьбанк (Ba2/BB-) и Русский Стандарт (Ba3/B+) (Источник: Reuters). Это хорошая новость для держателей облигаций упомянутых банков. Наиболее яркую реакцию рынка мы ожидаем в выпусках евробондов Русского Стандарта, которые все еще торгуются с доходностью на уровне 40%.
- Контрагент Стройтрансгаза (NR) подал иск о его банкротстве в связи с просроченной задолженностью на 2.8 млн. руб. (Источник: Ведомости). Мы не думаем, что это серьезный повод для беспокойства кредиторов – сейчас многие компании практикуют задержку платежей, оптимизируя оборотный капитал. СТГ буквально на прошлой неделе исполнил offer по выпуску облигаций на 5 млрд. руб. По сообщениям СМИ, компания контролируется Газпромбанком (Baa2/BB+), который активно кредитует ее. В то же время, финансовый профиль СТГ сейчас наверняка далек от идеального. Компания столкнулась с падением спроса на свои услуги и терпит убытки, увеличивая долговую нагрузку. Поэтому исключить сценария, в котором облигации 2-й серии (погашение в 2012 г.) будут реструктурированы, мы бы не стали.
- Магнит (NR) отчитался о блестящих результатах за 1-й квартал. Выручка увеличилась на 36%, а показатель EBITDA margin вырос почти на 3пп (до 9%) за счет работы с поставщиками и контроля над издержками. Мы считаем Магнит одним из самых крепких российских заемщиков и нейтрально относимся к его облигациям (YTM 18%).

- S&P ожидает новый виток волатильности в российской банковской системе осенью 2009 г. В то же время, агентство не ждет массовых банкротств банков, т.к. верит в поддержку регуляторов. Об этом и многом другом в интервью газете RBCDaily рассказал аналитик S&P <http://www.rbcdaily.ru/2009/04/29/finance/412837>.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.01	+0.10	+0.25	+0.80
EMBI+ Spread, бп	550	-10	-74	-140
EMBI+ Russia Spread, бп	496	-7	-58	-247
Russia 30 Yield, %	8.21	+0.03	-0.15	-1.64
ОФЗ 46018 Yield, %	11.17	-0.15	-0.88	+2.72
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	450	+52.8	+71.1	-419.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	165.5	-18.3	-90.1	+0.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-168.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	10.91	1.95	2.08	3.71
RUR/Бивалютная корзина	38.10	-0.01	-0.67	+3.29
Нефть (брент), USD/барр.	50.0	-0.3	-2.0	+4.4
Индекс РТС	784	-19	+63	+152

Рынок еврооблигаций

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

ОПТИМИЗМ ИССЯКАЕТ?

Вирус «свиного гриппа» повысил градус напряженности на финансовых рынках. В любом случае, для многих это подходящий повод зафиксировать прибыль. Впрочем, от падения рынки удерживают позитивные новости, появляющиеся то на корпоративном, то на макроэкономическом фронтах. Так, апрельский **индекс уверенности потребителей** в США оказался существенно выше консенсус-прогноза. Кроме того, индекс **S&P/CaseShiller** сигнализировал о замедлении темпов снижения цен на жилье. Да и центральная история о «свином гриппе» пока развивается не по самому плохому сценарию.

По итогам дня Штаты все же закрылись в небольшом «минусе» (**Dow Jones** -0.1%), хотя в ходе торгов рост американских индексов и достигал почти 1%. По сравнению с акциями, рынок **US Treasuries** «живее» отреагировал на экономические данные: доходность **10-летних UST** вчера достигла 3.00% (+10бп). Давление на котировки казначейских бумаг оказывает и уже навязший в зубах фактор «нового предложения». Вчера состоялся аукцион по 5-летним UST на 35 млрд. долл. (результаты «не очень»), а сегодня пройдет размещение 7-летних нот на 26 млрд. долл.

Сегодня же ожидаются предварительные цифры по **ВВП США за 1-й квартал** и решение **FOMC** по ставке.

EMERGING MARKETS

Большую часть вторника рынки акций находились под давлением, поэтому неудивительно, что котировки бенчмарков **Emerging Markets** опустились еще на 25-50бп. Однако за счет движения американского рынка спред **EMBI+** сузился до 550бп (-10бп).

В российских еврооблигациях второй день подряд мы отмечаем вялую торговую активность. Цена выпуска **RUSSIA 30** (YTM 8.21%) вчера осталась на уровне понедельника (95.5-96пп). В корпоративном секторе также не происходит ничего интересного.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЦБ СЕГОДНЯ ПОКУПАЛ ВАЛЮТУ

Курс рубля вчера колебался в диапазоне 38.05-38.15 руб. за корзину, отражая, в целом, динамику цен на нефть. Вместе с тем, на фоне завершения налогового периода образовался определенный дефицит рублевой ликвидности: ставки **overnight** выросли до 10-11%, а объем операций **прямого репо** с ЦБ подскочил до 114.2 млрд. рублей (+65.2 млрд. рублей). Впрочем, по нашим оценкам, **Центробанк** вчера валюту не покупал.

А вот сегодня утром на фоне роста цен на нефть (**Brent** выше \$50) трейдеры решили впервые за несколько дней уперлись в «бид» **ЦБ** на уровне 38.00. По нашим наблюдениям, регулятор покупал валюту.

НЕ ВСЕ ВЕРЯТ В КРЕПКИЙ РУБЛЬ

На этой неделе два заметных иностранных банка написали о том, что рубль может пережить еще одну волну девальвации (на 10-15%). Основные аргументы – вероятный кризис плохих долгов и инфляция. Нам выкладки коллег показались неубедительными. В частности, анализ таких факторов, как цена на нефть, торговый баланс и баланс капитальных операций в этих исследованиях отсутствуют или проведены поверхностно.

РАЗМЕЩЕНИЯ МОСКВЫ И ОФЗ

Котировки наиболее ликвидных выпусков рублевых облигаций продолжают подрастать. Вчера мы обратили внимание на некоторое увеличение интереса к субфедеральным бумагам за пределами выпусков **Москвы** и **Московской области**: например, **Ленинградская область-2** (УТМ 15.88%), **Ярославская область-7** (УТМ 15.16%), **Самарская область-5** (УТМ 17.87%) прибавили вчера в цене порядка 50бп.

Сегодня основные события будут происходить на первичном рынке, где состоится размещение 2-х выпусков **ОФЗ** на 20 млрд. рублей и доразмещение облигаций **Москвы** 50-й и 58-й серий на 10.5 млрд. рублей. Наконец **МКБ** проведет аукцион по новому займу.

Наибольшее внимание, скорее всего, привлечет московский аукцион. **Москомзайм** вчера сказал, что в отношении обоих займов (они очень близки по дюрации) ориентируется на доходность 15.95-16.1%. Таким образом, о какой-либо премии ко вторичному рынку, по сути, речи не идет. Однако в текущих условиях спрос, вероятно, будет найден, как минимум, на половину заявленного объема. Вообще мы весьма оптимистично смотрим на перспективы облигаций **Москвы**, ожидая ралли в этих бумагах по мере снижения ставок **Центробанком**.

НУТРИТЕК ХОЧЕТ СПИСАТЬ ЧАСТЬ ДОЛГА

Как сообщает газета **RBCDaily**, **Нутритек** предлагает держателям рублевых облигаций достаточно «жесткую» реструктуризацию (списание трети задолженности). При этом **Ведомости** пишут о скупке акций основным акционером у миноритариев на фоне угрозы их делистинга. На наш взгляд, пример **Нутритека** наглядно демонстрирует, насколько важен имеет фактор качества корпоративного управления при оценке кредитного риска компании...

Евраз (Ва2/ВВ-): итоги 2008 г. и анализ перспектив

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

Ниже изложены наши соображения по поводу результатов за 2008 г. и динамики финансового профиля Евраза в ближайшем будущем, а также еврооблигаций компании:

- Опубликованная Евразом отчетность за 2008 г., на наш взгляд, не очень информативна. Она в значительной степени отражает достижения горно-металлургической группы в относительно благоприятный период первых 3-х кварталов года. Отдельно посмотреть на результаты 4-го квартала у нас не получилось, т.к., насколько мы понимаем, Евраз опубликовал лишь полугодовую промежуточную отчетность. Тем не менее, понятно, что в 4-м квартале операционная рентабельность группы была очень низкой, а с учетом различного рода единовременных списаний (гудвилл, переоценка активов, курсовые разницы) в этот период был получен значительный чистый убыток. Формально по итогам 2008 г. Евраз имел сравнительно невысокую долговую нагрузку (Чистый долг/ЕБИТДА < 1.5х). Однако если бы для целей расчета данного показателя мы взяли 4-кратную ЕБИТДА последнего квартала, наверняка получился бы весьма шокирующий результат.
- Мы достаточно конструктивно оцениваем перспективы изменения кредитного профиля Евраза в 2009 г. Во-первых, компания наверняка сможет стабилизировать или даже снизить объем долга в абсолютном выражении. Уже по итогам 1-го квартала объем чистого долга снизился почти на 1 млрд. долл. (в основном, правда, за счет получения денег от ТМК в ходе досрочного исполнения опциона по выкупу трубной компанией доли в NS Group за 500 млн. долл.). Евраз предпринимает активные действия по сокращению издержек, управлению оборотным капиталом и снижению инвестиционных затрат. План по инвестициям в 2009 г. – всего 500 млн. долл. Мы полагаем, что с таким жестким бюджетом Евраз сможет выйти на положительный денежный поток.
- Тем не менее, мы по-прежнему видим риск нарушения ковенанты еврооблигаций (в выпуске EVRAZ 15), ограничивающей соотношение Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 3.0х.
- Мы нейтрально относимся к еврооблигациям Евраза на текущих уровнях (доходности 18-20%). Выпуск EVRAZ 15 с более низкой доходностью, чем более короткий EVRAZ 13. Насколько мы понимаем, это отчасти происходит потому, что данный выпуск принимается в репо ЦБ (в отличие от EVRAZ 13 и EVRAZ 18). Имеет право на существование и другая гипотеза: мол, вероятное нарушение ковенанты, досрочное погашение и кросс-дефолты могут «уравнять» все выпуски с точки зрения сроков погашения, поэтому они должны торговаться на близких ценовых уровнях (что и происходит).

Основные финансовые показатели Евраза, МСФО

млн. долл.	2007 г.	6 мес. 2008 г.	2008 г.
Выручка	12 859	10 726	20 380
ЕБИТДА	4 305	3 700	6 323
Чистая прибыль	2 103	2 043	1 868
Чистый долг	6 425	9 246	9 031
ЕБИТДА margin	33%	34%	31%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.5	1.2	1.4

Источник: данные компании



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

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.