

**Год серьезных испытаний**

**Базовые ожидания**

Суммарное влияние внешних факторов видится негативным. Вероятность продолжения роста доходностей на внутреннем долговом рынке довольно высока. Ухудшение ситуации на мировом рынке капитала привело к сильнейшей стагнации российского долгового рынка. Первичный рынок «встал», а ставки на вторичном рынке выросли. Как итог – российские эмитенты столкнулись с большими трудностями при размещении и рефинансировании.

Накопленный за время простоя первичного рынка навес первичных размещений значительно увеличился на фоне громадного бремени по исполнению оферт и погашений. Конкуренция эмитентов за средства инвесторов приведет к значительной сегментации доходностей между эшелонами. Учитывая объем предстоящих оферт и погашений, внимание участников рынка приковано к рефинансированию и прохождению оферт.

Перспектива базовых ставок в большей степени зависит от внутренней конъюнктуры, где ЦБ бросил все силы на противостояние внешним ветрам и борьбу с дефицитом ликвидности. Доходности облигаций blue chips, скорее всего, сохранят спрэды к ОФЗ. Спрэды корпоративных облигаций второго эшелона более уязвимы.

**Зона риска**

Наибольшие риски мы видим в выпусках эмитентов третьего эшелона, при этом зона особого риска – эмитенты со слабым кредитным качеством, не имеющие привлекательных активов или влиятельного кредитоспособного акционера за спиной.

**Глобальный кризис ликвидности**

Последствия коллапса рынка subprime mortgages и секьюритизированных кредитов еще не вскрылись окончательно. Полную картину последствий ипотечного кризиса и его влияния на кредитные профили глобальных банков рынки получают в конце первого – начале второго квартала 2008 г. До тех пор рискованные премии будут сохраняться на высоком уровне.

**Испытание рефинансированием**

Российским эмитентам предстоит пройти серьезные испытания по рефинансированию долговых обязательств. По нашим оценкам, объем погашений на внешних рынках составит порядка \$ 50 млрд. Объем объявленных оферт и погашений на внутреннем долговом рынке – 624.5 млрд руб. (\$ 25 млрд).

**Занять будет сложнее**

Навес первичного рынка велик как никогда. Спрос, как на внутреннем долговом рынке, так и на рынке еврооблигаций сопоставим с текущими объемами рынка. Объем зарегистрированных рублевых выпусков составляет порядка 425 млрд руб., объем объявленных – 610 млрд руб. Объем планируемых корпоративных еврооблигаций составляет более \$ 60 млрд.

**Банковский сектор**

На рынке еврооблигаций в 2008 году банкам предстоит рефинансировать чуть больше \$ 6.0 млрд. Однако совокупный объем краткосрочных обязательств банков по внешнему долгу значительно выше. По данным ЦБ, объем краткосрочного долга банковского сектора на 01 июля 2007 г. составлял порядка \$ 42.3 млрд. В новых условиях рефинансировать такой объем долга будет довольно тяжело.

**Рекомендации**

Инвесторам следует избегать облигаций эмитентов с высоким кредитным риском. Спрэды облигации этого сектора продолжают расширяться, а вероятность дефолта – расти.

Конкуренция эмитентов в условиях ограниченности рублевой ликвидности приведет к росту премий, как при прохождении оферт, так и на первичном рынке. Высокий объем объявленных оферт и планируемых в следующем году размещений открывает здесь большие возможности. В случае с качественными эмитентами из второго эшелона и blue chips игнорировать такие возможности нельзя.

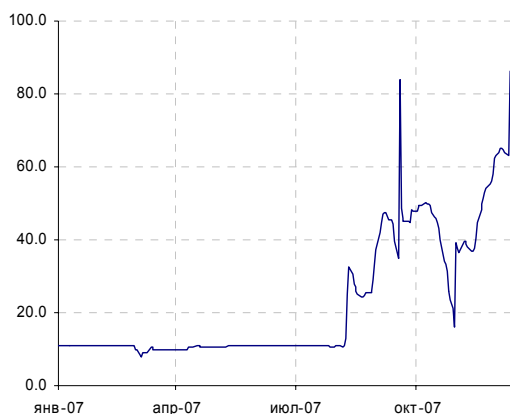
Ужесточение кредитных условий на глобальном рынке .....	2
Динамика внутренних ставок .....	2
Первичный рынок .....	4
График платежей .....	6
Банковский сектор .....	10
Изменение кредитного качества .....	12

## Ужесточение кредитных условий на глобальном рынке

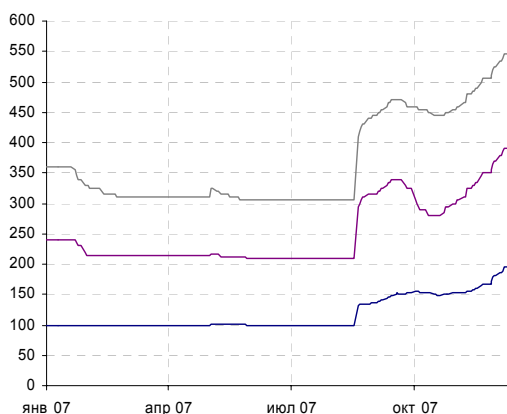
Волна кредитного кризиса, прокатившегося по миру, привела к ужесточению кредитных условий и общему росту стоимости денег. В конце 2007 года последствия коллапса рынка subprime mortgages и секьюритизированных кредитов еще не вскрылись окончательно. Это привело к росту недоверия банков на глобальном уровне.

Действия центральных банков по всему миру, в том числе меры, направленные на снижение базовых учетных ставок, пока не приводят к кардинальному улучшению ситуации на кредитных рынках. Например, спрэд трехмесячной ставки LIBOR к учетной ставке ФРС США достиг в начале декабря 80 б.п. против 10 б.п. до начала кризиса. Индексы корпоративных спрэдов также продолжают расширяться. Мы полагаем, что полную картину последствий ипотечного кризиса и его влияния на кредитный профиль глобальных банков рынки получат только в конце первого – начале второго квартала 2008 г.

Спрэд трехмесячной ставки LIBOR к Fed Funds Rate, б.п.



Кредитные спрэды индексов промышленных корпораций с рейтингами B/ BB/ BBB к UST



Источники: REUTERS, Банк Москвы

## Динамика внутренних ставок

В конце августа 2007 года до России наконец дошли последствия кризиса ипотечного кредитования в США. Ситуация усугублялась негативными новостями о потерях инвесторов всего мира на рыках subprime mortgages.

Приказы глобальных банков своим подразделениям закрыть позиции в локальных бумагах в emerging markets (в т.ч. на российском рынке) стали катализатором распродаж. Внутренний рынок не заставил себя ждать. Ожесточенные продажи происходили не только в голубых фишках, но и в облигациях наиболее качественных эмитентов 2-3-го эшелонов, которым, в силу невысокой ликвидности, потребовалось чуть больше времени, чтобы отреагировать на события.

Продажи шли на фоне рекордно высоких ставок и объемов кредитования в Центральном банке. Регулятор, в свою очередь, выступил стабилизатором рынка, крепко привязав ставку РЕПО к уровню 6.0 %, значительно усилив инструментарий рефинансирования банков и выкупив у госбанков ОФЗ на сумму порядка 40 млрд. руб. Однако несмотря на все усилия ЦБ, доходности облигаций выросли на 50-200 б.п. в зависимости от эшелона (см. таблицу и график ниже).

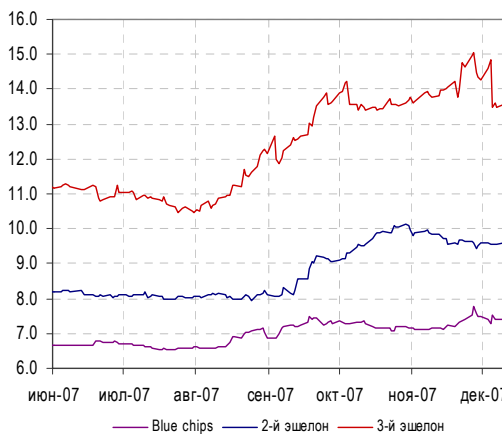
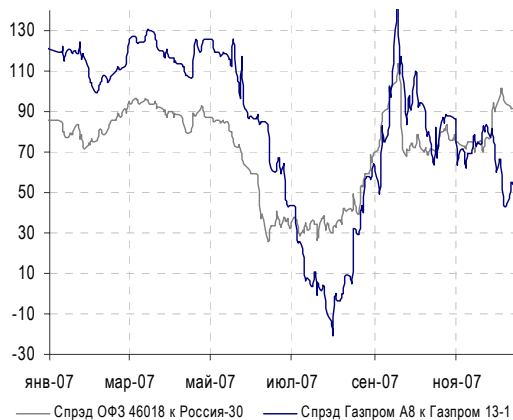
Рублевые облигации: динамика ставок в 2007 г., % годовых

	дек.05	дек.06	дек.07	Изм-е год к году, б.п.
Корпоративные облигации	10.4	9.5	10.2	70
Blue chips	7.1	6.7	7.3	70
Второй эшелон	9.5	8.4	9.9	140
Третий эшелон	12.3	11.7	13.6	180
Субфедеральные и муниципальные облигации	7.5	7.2	7.4	90
Государственные облигации	6.6	6.3	6.1	-20

Источники: расчеты Банка Москвы

Спрэды рублевых облигаций к евробондам

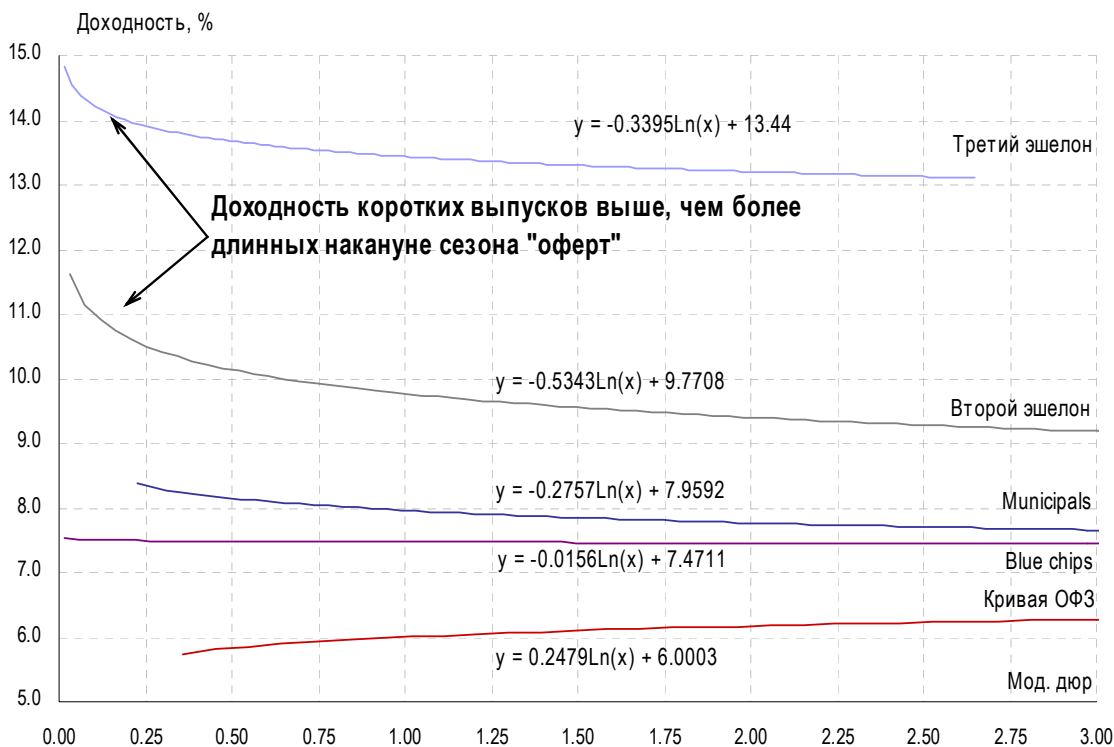
Доходность корпоративных облигаций



Источники: REUTERS, Банк Москвы

Долговой рынок пока продолжает стагнировать. Об этом можно судить по расширившимся корпоративным спредам и буксующему первичному рынку. Эмитентам приходится выкупать большую часть выпусков при прохождении офферт. Оставить облигации в обращении возможно только при предоставлении премии, размер которой доходит до 250 б.п. – эмитенты объявляют повышенный купон либо отдают выпуск в рынок с дисконтом к цене офферты. Эта ситуация не улучшится, пока не снизится напряженность на внешних долговых рынках, а внутренний денежный рынок не стабилизируется.

Кривые доходностей рублевых облигаций: декабрь 2007 г.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

## Первичный рынок

### От конкуренции инвесторов к конкуренции эмитентов

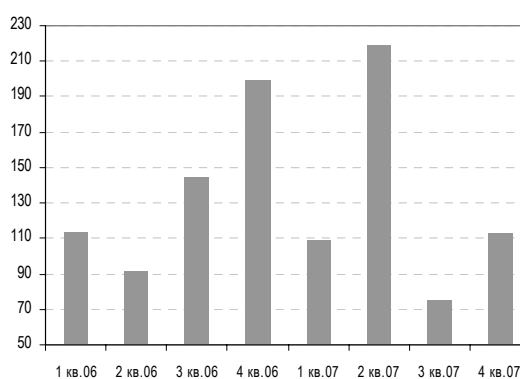
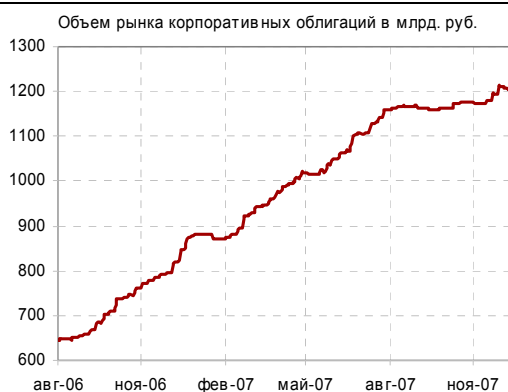
#### Внутренний долговой рынок

Темпы роста рынка рублевых корпоративных облигаций снизились практически до нуля в августе. Осенью на рынок вышли сразу четыре эмитента финансового сектора, представляющих государственные структуры: ВТБ-24, Россельхозбанк, Газпромбанк и ВТБ-Лизинг. В общей сложности эмитенты привлекли на рынке рублевого долга 64 млрд руб. И хотя мы не уверены, что эти размещения носили рыночный характер, со стороны, динамика первичных размещений корпоративного сектора в октябре-ноябре выглядела не столь удручающе.

В то же время, если учитывать не только объем погашений, но и оферт, то в действительности в 4-м квартале отток денежных средств с рынка рублевых облигаций продолжился. По нашим самым консервативным оценкам, совокупный объем погашения и оферт по итогам последних 4-х месяцев 2007 года составит около 130 млрд руб., объем размещений за тот же период – около 100 млрд руб. Таким образом, можно констатировать сокращение реального объема рынка корпоративного рублевого долга.

Объем рынка корпоративных облигаций

Объем привлечений на внутреннем долговом рынке поквартально, млрд руб.



Источники: REUTERS, Банк Москвы

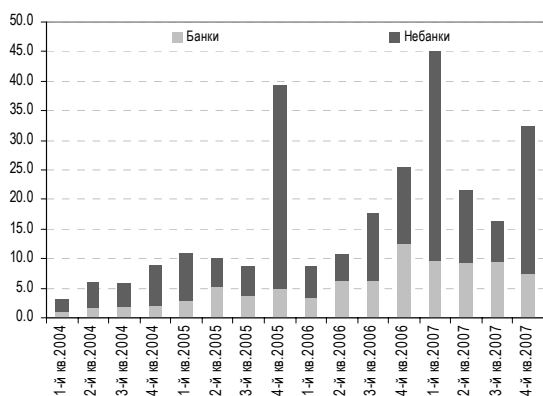
#### Внешний долговой рынок

На внешних долговых рынках российские эмитенты также столкнулись с серьезными трудностями. В первую очередь пострадал рыночный сегмент (еврооблигаций), который зависит от широкого круга инвесторов. Так, если в первом квартале объем размещений еврооблигаций российских эмитентов составил порядка \$ 12.3 и \$ 14.9 млрд., то по итогам третьего – эта цифра не превысила \$ 4.2 млрд.

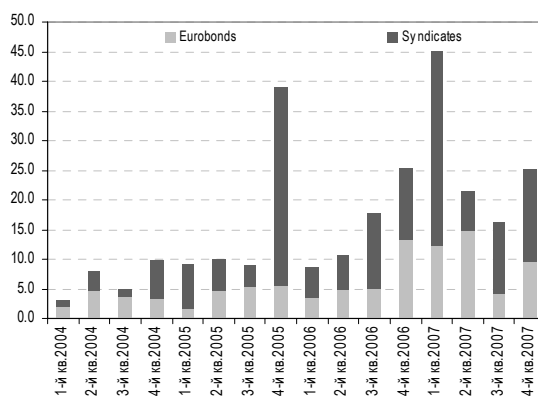
Стоит отметить, что с трудностями при размещении столкнулись эмитенты всех эшелонов. В октябре-ноябре первичный рынок немного «ожил» благодаря размещениям Газпрома, ТНК-ВР и ВТБ. Компаниям пришлось предложить инвесторам существенную премию (в пределах 20-50 б.п.) ко вторичному рынку своих облигаций.

Впрочем, в то время как госкомпаниям приходилось платить премию, спрос на эмитентов второго-третьего эшелонов и вовсе исчез. Некоторые сделки по размещению были отложены, либо отменены. В качестве альтернативы рынок использовал инструменты синдицированного кредитования. Объем привлечений здесь удвоился – с \$ 6.5 млрд во втором квартале до \$ 12 млрд в третьем и более \$ 15 млрд октябре – ноябре 2007 г.

Привлечение средств с внешних рынков



Объем займов на внешних рынках



Источники: расчеты Банка Москвы

Pipeline огромен как никогда

Всего в 2006 г. объем размещения рублевых корпоративных облигаций составил 480 млрд руб., то есть на 73 % больше, чем в 2005 г. В 2007 г. было размещено всего 495 млрд руб., то есть лишь на 3 % больше чем в 2006 г. Логично предположить, что если бы не проблемы с привлечением долгового капитала, эта цифра была бы значительно выше. Общий объем неразмещенных выпусков мы оцениваем в 260-320 млрд. руб.

Высокие темпы роста экономики и благоприятные условия привлечения ресурсов на кредитном рынке спровоцировали рост спроса на кредитные ресурсы. Большая часть этого спроса не была удовлетворена, что привело к образованию критических значений навеса корпоративного российского долга.

По состоянию на середину декабря объем зарегистрированных ФСФР и неразмещенных выпусков составляет 425 млрд руб. Объем объявленных выпусков выглядит еще более впечатляюще – 610 млрд руб. Таким образом, совокупный pipeline корпоративного рублевого долга составляет свыше 1 трлн руб. (~ \$ 40 млрд) и в принципе сопоставим с текущим объемом рынка (1.2 трлн руб.).

Заявленные планы по размещению евробондов не отстают – по нашим оценкам, предложение только на рынке еврооблигаций (не считая кредитный рынок) составляет более 1.5 трлн руб. (~\$ 60 млрд), который в целом также сопоставим с российским рынком евробондов – \$80 млрд.

Такой объем спроса на заемные средства способен привести к росту доходностей рублевых облигаций в условиях ограниченной денежной ликвидности.

## График платежей

### Серьезное испытание

#### Платежи по внутреннему долгу

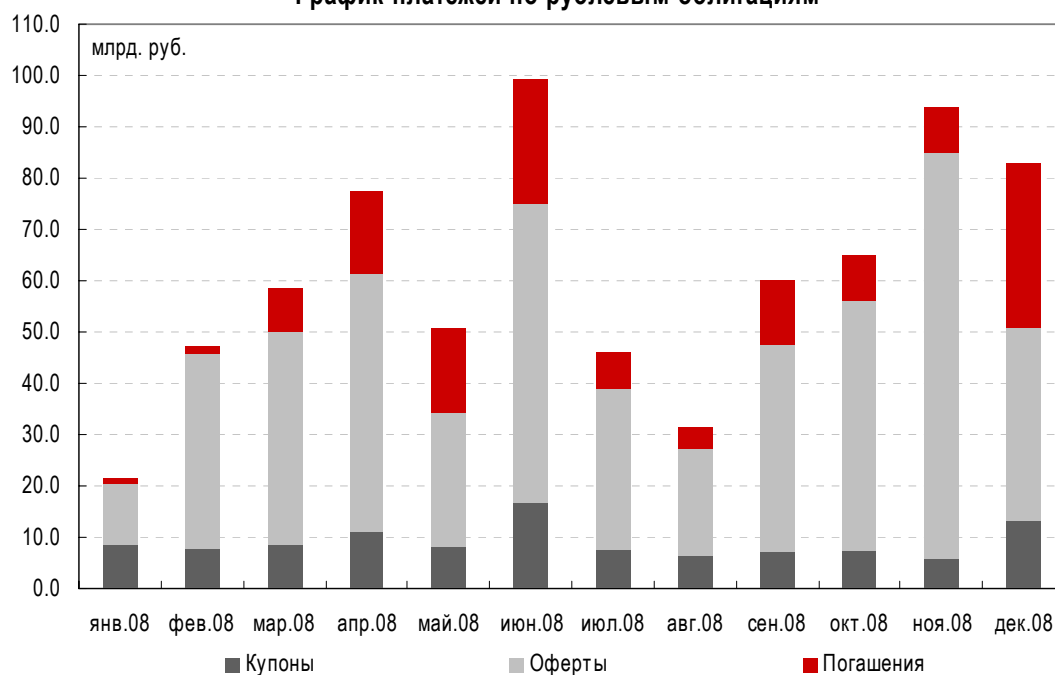
Российским эмитентам (корпорациям и муниципалитетам) придется пройти серьезное испытание при рефинансировании рыночного долга в 2008 году.

Исходя из данных ММВБ и НДЦ, только объявленных купонных платежей придется заплатить на сумму около 110 млрд руб. (при том что объем необъявленных купонов составит еще около 40-60 млрд руб.), погашений – сравнительно немного (всего 142 млрд руб.).

Самую большую угрозу для рынка представляют предстоящие оферты. Если иногда финансирование инвестиционных планов можно перенести, то обязательства по досрочному погашению придется исполнять. По нашим оценкам, совокупный объем обязательств по досрочному погашению составляет в 2008 году порядка 482.5 млрд руб. (более 40 % от общего объема корпоративных выпусков в обращении).

В стабильный период прохождение оферты не представляет проблем, чего нельзя сказать о периоде роста ставок. Инвесторы предпочитают ликвидировать свои позиции или получать щедрую премию. Осенью 2007 года вполне типичной была ситуация, когда около 70 % выпуска предъявлялось к досрочному выкупу, а для того, чтобы заинтересовать инвесторов оставить бумагу у себя, эмитентам приходилось давать до 250 б.п. премии. Нередко выпуски отдавались в рынок по цене 97.5 % от номинала. Оферты стали своеобразным индикатором стоимости риска эмитента в стрессовых условиях.

График платежей по рублевым облигациям\*



Источники: ММВБ, НДЦ, Банк Москвы

\*Без учета амортизации номинальной части выпусков

## Предстоящие оферты рублевых облигаций (начало)

Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты	Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты	Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты
ЗолСелигд1	300	01.01.2008	РазгуляйФ2	2000	01.04.2008	ГИДРОМАШС	1000	27.05.2008
КОРА УК 01	1000	15.01.2008	РенинсФ-01	750	01.04.2008	МГТС-05 об	1500	27.05.2008
ДиксисТр.1	1800	20.01.2008	СуварКаз-1	900	01.04.2008	ЭнергмашФ1	700	27.05.2008
ГорСупер-1	1000	22.01.2008	АЛФИН 02об	2000	02.04.2008	Метсерв-Ф1	1500	28.05.2008
ЕБРР 02обл	5000	24.01.2008	Зенит 4обл	3000	04.04.2008	ЛБР-Интер1	300	29.05.2008
ЭФКО-02 об	1500	25.01.2008	УралВагЗФ2	3000	07.04.2008	ТехИнвст-1	2000	29.05.2008
СтргЛиз 01	100	31.01.2008	БанкСОЮЗО2	2000	09.04.2008	ТКБ-1	800	29.05.2008
ФаэтонАФ 1	1000	31.01.2008	КВАРТ-ф 01	250	09.04.2008	РЕСТОРАНС	1000	30.05.2008
МартаФин 3	2000	01.02.2008	АВТОВАЗБ-1	800	11.04.2008	ЛСР-Инв 01	2000	03.06.2008
ГАЗФин 01	5000	12.02.2008	РУБИН-01	1200	15.04.2008	Солидарн-1	1000	03.06.2008
ЕБРР 01обл	5000	13.02.2008	РКС-01	1500	16.04.2008	Сахатрнфг1	1120	04.06.2008
ММБ 02обл.	3000	13.02.2008	ЖилсоцФ-2	1500	17.04.2008	МахеевФин1	600	05.06.2008
КраснБог-1	2000	14.02.2008	ЗавГросс01	1000	17.04.2008	Спурт 02об	1000	05.06.2008
ИнкомЛада2	1400	15.02.2008	УфаойлОП-1	1500	17.04.2008	КамсқДол 3	500	09.06.2008
ПИА АИЖК А	2347.579	15.02.2008	ТоппромИн1	500	18.04.2008	НутрИнв1об	1200	10.06.2008
Митлэнд-01	1000	19.02.2008	АЦБК-Инв 3	1500	21.04.2008	ЕврокомФК2	3000	12.06.2008
ТМК-03 обл	5000	19.02.2008	Солидарн-2	950	22.04.2008	КМЗ-Фин 01	2000	12.06.2008
СУ-155 3об	3000	20.02.2008	АрнестФ-01	600	23.04.2008	МетарФ 01	500	12.06.2008
МКХ-02	1000	26.02.2008	ҚДавиаФин1	1000	23.04.2008	ТОАП-Фин01	2000	12.06.2008
ТГК-6Инв-1	2000	26.02.2008	МОСМАРТФ	2000	23.04.2008	УЗПС 01	1500	12.06.2008
ДельтаКр-2	2000	27.02.2008	САМОХВАЛ-	1500	23.04.2008	СудострБ-2	1000	13.06.2008
СЗТелекЗоб	3000	28.02.2008	Синергия-1	1000	23.04.2008	КриогенФ 1	1000	17.06.2008
СевКаб 02	1000	03.03.2008	ЮЛКФИН1	930	23.04.2008	БородинФ-1	2500	18.06.2008
Черемушки	700	03.03.2008	АКИБАНК-1	600	24.04.2008	Вагонмаш 2	1000	18.06.2008
Вежа-Инв-1	700	04.03.2008	БелКПлюс-1	500	24.04.2008	ГОТЭК-2	1500	18.06.2008
Лебеднск-2	1500	04.03.2008	ВТБ - 5 об	15000	24.04.2008	ЧТПЗ 01об	3000	18.06.2008
Рыбкаб-1	1000	04.03.2008	ЦУН 01 обл	900	24.04.2008	ГАЗЭКСФ 1	1000	19.06.2008
Миг-Ф 02	3000	11.03.2008	РМБ	1000	26.04.2008	КондитК01	750	19.06.2008
ЮТэйр-Ф 02	1000	11.03.2008	НФК-2	1000	09.05.2008	КосмосФин1	2000	19.06.2008
ЕБРР 03обл	7500	12.03.2008	ПАВА 02 об	1000	09.05.2008	МарийНПЗ 2	1500	19.06.2008
ВостСервФ1	1500	13.03.2008	ДымКолбПр1	800	12.05.2008	Патэрсон 1	2000	19.06.2008
ГЛОБЭКС 01	2000	13.03.2008	Полесье 01	500	13.05.2008	ПЕНОПЛЭКС	1500	19.06.2008
Эрконпрод1	1200	13.03.2008	СахарКо 01	2000	13.05.2008	РусМоре-01	2000	19.06.2008
МаксиГ 01	3000	17.03.2008	СибакСтр01	500	13.05.2008	СКБ-банк 1	1000	19.06.2008
Кедр-02	1000	18.03.2008	Зенит 3обл	3000	14.05.2008	СПБ-банк-1	1000	19.06.2008
Восточный1	1500	19.03.2008	ТНИКОЛЬ-Ф	1500	14.05.2008	УМПО 2	4000	19.06.2008
ВТБ - 4 об	5000	20.03.2008	МонеткаФ-1	1000	15.05.2008	Инмарко 1	1000	20.06.2008
СатурнНПО2	2000	21.03.2008	Челябэнрг1	600	15.05.2008	НастюшаЗК1	1000	20.06.2008
РусСтанд-7	5000	25.03.2008	Дев.-Юг 01	1000	20.05.2008	ТВЗ 03	1000	20.06.2008
ПЭБЛизинг	500	26.03.2008	ТензорФ-01	500	20.05.2008	АВТОВАЗоб3	5000	24.06.2008
ЭлемЛиз-01	600	26.03.2008	Бахетле-1	1000	21.05.2008	ДиПОС 01	2000	24.06.2008
Метрострой	1500	28.03.2008	ОХЗ-Инв 01	900	21.05.2008	КАРО 01	700	24.06.2008
АгрикаПП 1	1000	01.04.2008	СпецСтр2 1	2000	22.05.2008	ЗолСелигд2	500	25.06.2008

**Предстоящие оферты рублевых облигаций (продолжение)**

Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты	Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты	Выпуск	объем млн. руб.	дата оферты
НЭФИС-02	1000	25.06.2008	Камаз-Фин2	1500	19.09.2008	ГазпромБ 5	20000	27.11.2008
РИГ групп 01	1200	26.06.2008	Киров.зд1	1500	24.09.2008	ВлгТлкВТ-2	3000	02.12.2008
СБ-Финанс1	1500	27.06.2008	НОК-02	400	25.09.2008	РубПлсPer1	1000	02.12.2008
УБРИР-ф 02	1000	03.07.2008	СевКаб 03	1500	30.09.2008	КМБ-Банк2	3400	03.12.2008
ОГО-агро-3	1500	04.07.2008	СМАРТС 03	1000	30.09.2008	СатурнНПО3	3500	06.12.2008
ММ-Фин 02	1500	08.07.2008	АСПЭК-01	1500	01.10.2008	ОЗНА-Фин01	500	09.12.2008
Орхидея 01	1000	10.07.2008	Аркада-03	1200	02.10.2008	РЕТАЛ-1	1000	10.12.2008
Рост-Лайн1	1000	10.07.2008	МДМ-Банк03	6000	02.10.2008	Электрон02	500	10.12.2008
ЭМАльянс 1	2000	11.07.2008	РусМасла-2	1000	02.10.2008	ХолдингК-1	350	10.12.2008
МИЭЛЬ-Ф 01	1500	15.07.2008	ХолидФин1	1500	02.10.2008	АлмГрэйс 1	300	11.12.2008
ВТБ - 6 об	15000	16.07.2008	ВТБ24 01	6000	08.10.2008	ИжАвто 02	2000	11.12.2008
Агрохолд 1	1000	18.07.2008	РосселхБ 4	10000	08.10.2008	ПО УОМЗ	1000	11.12.2008
АрктелИ 01	140	18.07.2008	Лаверна 01	1000	09.10.2008	Топкнига-2	1500	11.12.2008
РОССИЯ 01	1500	19.07.2008	Амазонит-1	100	13.10.2008	РуссНефть1	7000	12.12.2008
ЦУН 02 обл	1500	23.07.2008	НЧФин.ком1	1000	14.10.2008	ПротонФин1	1000	16.12.2008
Магнолия-1	1000	24.07.2008	ХКФ Банк-4	3000	15.10.2008	ЮТэйр-Ф 03	2000	16.12.2008
Держава-Ф	1000	29.07.2008	ЕВРОПА-01	1200	16.10.2008	МКБ 03обл	2000	17.12.2008
ИнтехБанк1	500	31.07.2008	РусСтанд-8	5000	17.10.2008	ЕврокомФК1	1000	19.12.2008
МОРЕ-П 01	1000	05.08.2008	Юниаструм2	1500	17.10.2008	ЕврокомФК3	3000	19.12.2008
КрЕврБ-01	3500	06.08.2008	ПФПГ-Ф-01	1100	20.10.2008	Агроком 01	1500	23.12.2008
КмплФин 01	1000	07.08.2008	Виват-фин1	1000	21.10.2008	АвтомирФ-2	2000	24.12.2008
МираторгФ1	2500	07.08.2008	ТКСБанк 01	1005.502	21.10.2008			
РК-ГСС 02	1000	11.08.2008	ТКСБанк 01	1005.502	21.10.2008			
ТрансТС 01	1000	12.08.2008	ДжейЭфСиг1	2000	23.10.2008			
НМЗ 1 обл.	1200	15.08.2008	ПИВДОМ 01	1000	23.10.2008			
ТрансФинМ2	1500	15.08.2008	ТомскИнв 1	500	23.10.2008			
МоскомцБ-2	3000	19.08.2008	БАНАНА-М-1	1000	24.10.2008			
МКАПИТАЛ-1	1500	21.08.2008	СОРУС КАП1	1200	06.11.2008			
АЛПИ-Инв-1	1500	22.08.2008	Таттел.с.В	1500	06.11.2008			
РусьБанк-2	2000	22.08.2008	Терна-Ф 02	1500	07.11.2008			
МИК-01	500	01.09.2008	Центр-инв1	1500	10.11.2008			
КБРенКап-1	2000	02.09.2008	ПТПА-Ф1	500	12.11.2008			
МИАН-Дев-1	2000	02.09.2008	ВТБ-ЛизФ01	8000	13.11.2008			
СЗЛК-Фин-1	1000	02.09.2008	ВТБ-ЛизФ01	8000	13.11.2008			
ЦентрТел-5	3000	02.09.2008	Мособлгаз1	2500	14.11.2008			
МедведьФ 1	750	03.09.2008	РусМедГр	500	18.11.2008			
ЛОМО 03	1000	10.09.2008	Инпром 03	1300	19.11.2008			
РусСтанд-5	5000	11.09.2008	МвидеоФ-01	2000	19.11.2008			
ТАИФ-Фин01	4000	11.09.2008	АдаманФ2об	2000	20.11.2008			
КМПО-Фин01	1000	16.09.2008	УрСИ сер06	2000	20.11.2008			
КИТФинБ-02	2000	17.09.2008	ГазпромБ 4	20000	20.11.2008			
ГлСтрой-2	4000	18.09.2008	СпортМ-Ф-1	3000	21.11.2008			
Карус.Ф 01	3000	18.09.2008	ЭнергоСт-1	1500	21.11.2008			
СибТлк-6об	2000	18.09.2008	СвобСokol3	1200	25.11.2008			
ХКФ Банк-3	3000	18.09.2008	СПК об.01	1000	25.11.2008			

**ИТОГО, млрд. руб.: 482.5**



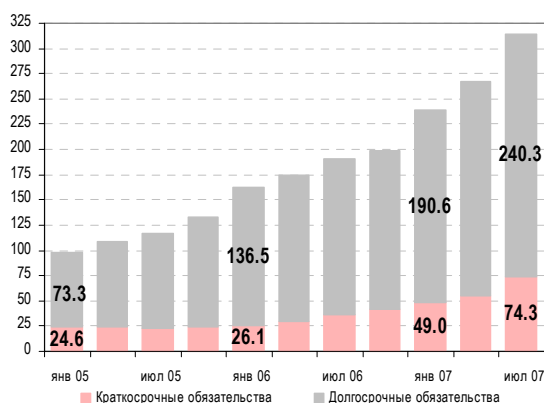
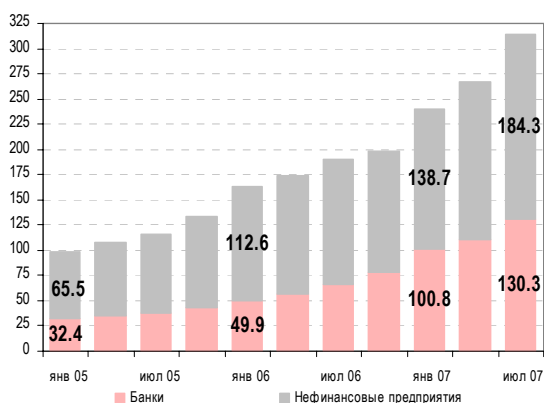
## Платежи по внешнему долгу

Большая часть погашений приходится на нерыночную часть долга частного сектора. Объем погашений и предстоящих офферт по еврооблигациям составляет, по нашим оценкам, порядка \$ 11.8 млрд (см. таблицу в конце раздела). Также нам известно о платежах по крупным кредитам на сумму \$ 24 млрд.

В совокупности эта оценка является довольно консервативной. По данным Центрального банка, объем краткосрочного долга по состоянию на 01.07.2007 составил порядка \$ 74.3 млрд (около 23.6 % от совокупного внешнего долга частного сектора).

Внешний долг частного сектора РФ, млрд. долл.

Срочная структура внешнего долга частного сектора, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

## Погашения еврооблигаций\*

Эмитент	млн. ед.	Валюта	курс	\$ млн.*	Дата размещения	Срок обращения, лет	Дата погашения	Ставка купона, %	Программа займа
Red Square (Банк ЗЕНИТ)	250.0	USD	1.0000	250.0	01.12.2006	2.00	30.11.2008	ОФЗ+60-80 б.п.	eurobonds/ CDO
АвтоВАЗ	250.0	USD	1.0000	250.0	18.10.2005	2.50	20.04.2008	8.50	CLN
Алроса	500.0	USD	1.0000	500.0	06.05.2003	5.00	06.05.2008	8.125	LPN
Алроса	150.0	USD	1.0000	150.0	11.12.2007	0.50	10.06.2008	LIBOR+/+250-270bp/	ECP
АФК Система	350.0	USD	1.0000	350.0	14.04.2003	5.00	14.04.2008	10.25	LPN
Вимм-Билль-Данн	150.0	USD	1.0000	150.0	08.02.2007	1.26	14.05.2008	7.50	LPN
ВТБ	30000.0	RUB	24.4865	1225.2	26.11.2007	1.00	28.11.2008	7.15	LPN
Интер РАО ЕЭС	150.0	USD	1.0000	150.0	03.03.2006	5.00	12.03.2008	7.75	CLN
Миракс Групп	100.0	USD	1.0000	100.0	15.02.2006	2.00	27.02.2008	9.70	CLN
ММК	300.0	USD	1.0000	300.0	08.10.2003	5.00	21.10.2008	8.00	LPN
МТС	400.0	USD	1.0000	400.0	24.01.2003	5.00	30.01.2008	9.75	LPN
Проф-Медиа	250.0	USD	1.0000	250.0	19.12.2006	2.00	21.12.2008	10.75	LPN
Русская водка	85.0	USD	1.0000	85.0	01.06.2006	2.00	11.06.2008	10.00	CLN
Русская медная компания	100.0	USD	1.0000	100.0	13.12.2005	3.00	20.12.2008	9.25	CLN
Салаватнефтеоргсинтез	50.0	USD	1.0000	50.0	30.04.2004	4.00	12.05.2008	8.75	CLN
Седьмой Континент	90.0	USD	1.0000	90.0	26.09.2005	2.00	01.09.2008	7.25	CLN
СУЭК	175.0	USD	1.0000	175.0	12.10.2006	2.00	24.10.2008	8.625	CLN
<b>Банки (всего)*</b>				<b>6048.9</b>					
				<b>10 624.0</b>					

\*см. далее

## Еврооблигации (офферты)

Эмитент	млн. ед.	Валюта	курс	\$ млн.	Дата размещения	Срок обращения, лет	Дата офферты (put-option)	Дата погашения	Ставка купона, %	Программа займа
Салаватнефтеоргсинтез	100.0	USD	1.0000	100.0	18.11.2005	3.50	23.05.2008	май.2009	7.95	CLN
Энергомаш	150.0	USD	1.0000	150.0	05.04.2006	4.00	05.04.2008	апр.2010	9.50	CLN
РБК	100.0	USD	1.0000	100.0	26.05.2006	3.00	07.06.2008	май.2009	9.50	CLN
Межпромбанк	100.0	USD	1.0000	100.0	25.07.2006	3.00	31.01.2008	июл.2009	9.50	LPN
Продимекс	100.0	USD	1.0000	100.0	02.10.2006	5.00	06.10.2008	окт.2011	10.25	CLN
ЕПК	150.0	USD	1.0000	150.0	17.10.2006	3.00	24.10.2008	окт.2009	9.75	CLN
Дон-Строй	150.0	USD	1.0000	150.0	30.10.2006	4.00	03.11.2008	ноя.2010	10.00	LPN
ТНТ-Телесеть	60.0	USD	1.0000	60.0	11.12.2006	4.00	08.12.2008	дек.2010	9.25	CLN
Славинвестбанк	100.0	USD	1.0000	350.0	12.12.2006	3.00	21.06.2008	дек.2009	9.88	LPN
				<b>1 260.0</b>						

**Всего (офферты + погашения): 11 884.0**

Источники: СМИ, REUTERS, Bloomberg, Банк Москвы

\*Курс USD/ EUR= 1.48  
Курс RUB/ USD= 24.5

## Банковский сектор

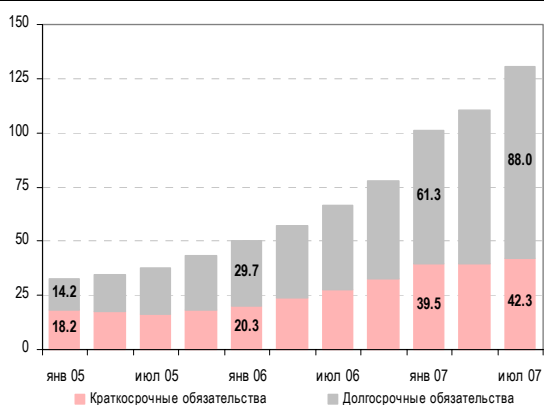
### Трудности преодолимы

Ипотечный кризис подкосил мировую финансовую систему – слишком большое количество участников так или иначе оказались вовлечены в проблемы subprime mortgages. Как часть мировой финансовой системы банки РФ все же пострадали от последствий кризиса – размещать облигации на рынке евробондов стало почти невозможно, рублевый долговой рынок также почти полностью закрыт, ставка кредита, привязанная к LIBOR, достигла исторических максимумов, произошло существенное расширение спредов для инструментов развивающихся стран.

В новом году российский банковский сектор ждет нерадостные перспективы – по нашим расчетам, банкам придется погасить еврооблигаций на сумму чуть больше \$ 6.0 млрд. Погашение крупных синдицированных кредитов, о привлечении которых ранее объявлялось публично, по нашим оценкам, должно составить еще порядка \$ 8.3 млрд (см. таблицу в конце раздела). Впрочем, эта цифра может быть значительно выше, так как многие нерыночные сделки остаются «за кадром».

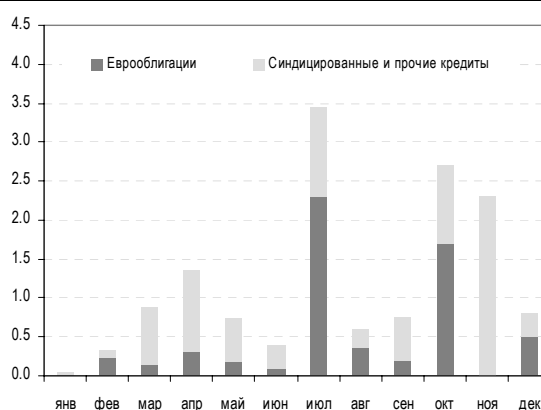
Реальные цифры по рефинансированию внешнего долга банковским сектором значительно выше. По данным ЦБ, объем краткосрочного банковского долга по состоянию на 01.07.2007 г. составлял порядка \$ 42 млрд. В новых условиях рефинансировать такой объем долга будет довольно тяжело.

Внешний долг российских банков, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

График платежей российских банков по внешнему долгу, млрд. долл.



Источники: оценки Банка Москвы

### Ожидания

Несмотря на проблемы, с которыми столкнулась российская банковская система осенью 2007 года, ситуация пока далека от критической. На чем основываются эти предположения?

- Центральному банку удастся обеспечивать стабильность денежной системы.
- Объем внешних займов в структуре пассивов банков РФ составляет всего около 20 %.
- Средневзвешенная дюрация рынка еврооблигаций также довольно высока – более 2.5 лет.
- У российских банков много доступных инструментов для рефинансирования своего долга, главным образом за счет массы инструментов, которые внедряет Банк России.

### Меры по стабилизации денежного рынка, принятые ЦБ РФ с середины августа 2007 г:

- Расширение ломбардного списка за счет снижения требований к выпускам (ЦБ снизил порог кредитного рейтинга эмитента, бумаги которого могут быть включены в ломбардный список, на две ступени до «B+» по версии S&P и Fitch и «B1» по классификации Moody's). Дополнительная подушка – более 150 руб.
- Временное (на три месяца) снижение ставки ФОР по кредитам предприятий и юридических лиц. Дополнительная подушка – 70-80 млрд. руб.
- Снижение ставки по однодневным валютным свопам с 10 до 8 %.
- Рефинансирование под залог векселей или требований к нерейтинговым заемщикам.
- Введение механизма кредитования под залог корпоративных еврооблигаций (данная мера, как ожидается, будет введена уже на текущей неделе). Дополнительная подушка – до 110 млрд. руб.
- Предоставление ломбардных кредитов сроком на один день по фиксированной ставке 8 % годовых (ранее ЦБ предоставлял ломбардные кредиты сроком на 7 и 14 дней по фиксированной ставке 7 % годовых).

- Операции с биржевыми облигациями. Планируется, что ЦБ будет покупать биржевые облигации. Пока таких выпусков нет. Требования к эмитентам данных облигаций довольно жесткие. Однако мы не исключаем возможности, что крупные банки, такие как Сбербанк и ВТБ, будут активно использовать эту возможность.

**Банковский сектор: погашение еврооблигаций**

Эмитент	млн. ед.	Валюта	курс*	\$ млн.*	Дата размещения	Срок обращения, лет	Дата погашения	Ставка купона, %
Банк НФК	1200.0	RUB	24.0000	50.0	08.02.2007	1.50	08.08.2008	9.75
Moscow Narodny Bank	150.0	USD	1.0000	150.0	30.06.2003	5.00	30.08.2008	4.375
АК Барс Банк	175.0	USD	1.0000	175.0	12.10.2005	3.00	27.10.2008	8
Альфа-Банк	250.0	USD	1.0000	250.0	17.06.2005	3.00	02.07.2008	7.75
Банк Кредит Европа	250.0	USD	1.0000	150.0	02.12.2005	3.00	12.12.2008	7.9
Банк Русский Стандарт	300.0	USD	1.0000	300.0	14.04.2005	3.00	21.04.2008	8.125
ВТБ	250.0	USD	1.0000	250.0	01.03.2004	5.00	11.12.2008	6.875
ВТБ	1750.0	USD	1.0000	1750.0	27.10.2006	1.75	26.07.2008	LIBOR+60 b.p.
Газпромбанк	1050.0	USD	1.0000	1050.0	14.01.2004	5.00	30.10.2008	7.25
МБРР	150.0	USD	1.0000	150.0	25.02.2005	3.00	03.03.2008	8.625
Пробизнесбанк	200.0	USD	1.0000	200.0	14.03.2007	1.50	23.09.2008	8.75
ПСБ (СПб)	300.0	USD	1.0000	300.0	19.07.2005	3.00	29.07.2008	6.875
Ренессанс Капитал	100.0	USD	1.0000	100.0	25.10.2005	3.00	24.10.2008	8
Ренессанс Капитал	2660.0	RUB	24.5000	108.6	26.10.2006	2.00	25.10.2008	10.5
Ренессанс Капитал	3290.0	RUB	24.5000	134.3	02.04.2007	1.50	04.10.2008	10.5
РосЕвроБанк	150.0	USD	1.0000	150.0	11.04.2007	1.50	13.10.2008	9
Русский банк развития	170.0	USD	1.0000	170.0	27.07.2005	3.00	11.08.2008	6.5
Русский стандарт	85.0	USD	1.0000	85.0	01.06.2006	2.00	01.06.2008	10
Сивакадембанк	175.0	USD	1.0000	175.0	02.12.2005	3.00	19.05.2008	9.75
Судостроительный банк	11.0	USD	1.0000	11.0	16.01.2007	1.00	23.01.2008	9.5
Татфондбанк	90.0	USD	1.0000	90.0	26.02.2006	2.00	01.02.2008	9.5
Траст	100.0	USD	1.0000	100.0	22.12.2006	2.00	22.12.2008	9.25
ХКФ-Банк	150.0	USD	1.0000	150.0	21.01.2005	3.00	04.02.2008	9.125

**6048.9**

Источники: СМИ, REUTERS, Bloo

**Банковский сектор: выплаты по внешнему долгу (крупные синдицированные кредиты\*\*)**

Эмитент	млн. ед.	Валюта	курс*	\$ млн.*	Дата размещения	Срок обращения, лет	Дата погашения	Ставка купона, %
АК Барс Банк	100.0	USD	1.0000	100.0	24.07.2007	1.00	июл.2008	LIBOR+70 b.p
Банк Санкт-Петербург	100.0	USD	1.0000	100.0	05.10.2007	1.00	окт.2008	LIBOR+215 b.p.
Номос-Банк	100.0	USD	1.0000	100.0	23.03.2007	1.00	мар.2008	LIBOR+90 b.p.
РОСБАНК	100.0	USD	1.0000	100.0	27.03.2006	2.00	мар.2008	LIBOR+150 b.p.
ТранскредитБанк	100.0	USD	1.0000	100.0	26.07.2006	2.00	июл.2008	LIBOR+70 b.p.
Кредит Европа Банк	120.0	USD	1.0000	120.0	30.11.2007	1.00	ноя.2008	LIBOR+100 b.p.
Межпромбанк	120.0	USD	1.0000	120.0	01.12.2006	2.00	ноя.2008	LIBOR+175 b.p.
Промсвязьбанк	120.0	USD	1.0000	120.0	29.05.2007	1.00	май.2008	LIBOR+70 b.p.
Банк Кредит Европа	120.0	USD	1.0000	120.0	30.11.2007	1.00	ноя.2008	LIBOR+100 b.p.
Номос-Банк	150.0	USD	1.0000	150.0	сен.2007	1.00	сен.2008	LIBOR+70 b.p.
МДМ-Банк	175.0	USD	1.0000	175.0	сен.2006	1.50	мар.2008	LIBOR+70 b.p.
Альфа-Банк	220.0	USD	1.0000	220.0	21.09.2006	2.00	сен.2008	LIBOR+45 b.p.
УРСА Банк	225.0	USD	1.0000	225.0	авг.2007	1.00	авг.2008	LIBOR+85 b.p
МДМ-Банк	250.0	USD	1.0000	250.0	дек.2007	1.00	ноя.2008	LIBOR/EURIBOR+60 b.p.
МДМ-Банк	250.0	USD	1.0000	250.0	14.12.2007	1.00	дек.2008	LIBOR+60 b.p.
Россельхозбанк	260.0	USD	1.0000	260.0	04.04.2007	1.50	окт.2008	LIBOR+30 b.p.
УРАЛСИБ	290.0	USD	1.0000	290.0	22.03.2007	1.00	мар.2008	LIBOR+60 b.p.
УРАЛСИБ	300.0	USD	1.0000	300.0	23.11.2006	1.50	май.2008	LIBOR+70 b.p.
Альфа-Банк	307.0	USD	1.0000	307.0	08.11.2007	1.00	ноя.2008	LIBOR+60 b.p.
МДМ-Банк	307.5	USD	1.0000	307.5	28.06.2007	1.00	июн.2008	LIBOR+50 b.p.
Альфа-Банк	340.0	USD	1.0000	340.0	дек.2006	2.00	ноя.2008	LIBOR+45 b.p.
ВТБ	450.0	USD	1.0000	450.0	08.04.2005	3.00	апр.2008	LIBOR+120 b.p.
Альфа-Банк	452.0	USD	1.0000	452.0	18.07.2007	1.00	июл.2008	LIBOR+40 b.p
Банк Москвы	500.0	USD	1.0000	500.0	31.10.2006	2.00	окт.2008	LIBOR+50 b.p.
Внешэкономбанк	500.0	USD	1.0000	500.0	27.07.2005	3.00	июл. 2008	LIBOR+90 b.p.
Газпромбанк	600.0	USD	1.0000	600.0	15.04.2005	3.00	апр.2008	LIBOR+150 b.p.
Сбербанк	1000.0	USD	1.0000	1000.0	02.11.2005	3.00	ноя. 2008	LIBOR+55 b.p.

**Прочие 757.6****8314.1**

Источники: СМИ, данные компаний, Банк Москвы

\*Курс USD/ EUR= 1.48

Курс RUB/ USD= 24.5

\*\*В таблице отражены только сделки объемом свыше \$100 млн.

## Изменение кредитного качества

### Естественный отбор

Основной тенденцией наступающего года мы считаем более тщательную сегментацию кредитного риска по качеству. В условиях гиперликвидности, наблюдавшейся на рынке в 2005-2006 гг., кредиторы демпинговали, чтобы выдать заемщику кредит. В результате заемщики получили весьма выгодные условия кредитования.

Сейчас ситуация изменилась, и уже заемщики будут конкурировать между собой за право взять в долг деньги, которые теперь стали доставаться банкам с большим трудом. Соответственно, кредиторы теперь будут более внимательны к заемщикам, поскольку спрос на кредитные ресурсы останется значительным.

Как будет меняться кредитное качество по отраслям в 2008 г.?

Сектор	Кредитное качество
Голубые фишки	↓
Машиностроение	↓
Металлургия	↑
Оптовая торговля	↓
Потребительский	↓
Розничная торговля	↓
С/Х	↑
Телекомы	↑
Транспорт	↓
Электроэнергетика	↑

Как изменилось кредитное качество российских эмитентов?

Основной тенденцией среди большинства российских эмитентов долгового рынка стало масштабное увеличение инвестпрограмм, которое стало возможным благодаря весьма благоприятным условиям, сложившимся на рынке. В этом году условия привлечения средств на долговом рынке продолжили улучшаться – несмотря на возросший спрос на кредитные ресурсы, спрос на риск российских эмитентов оставался на достаточном уровне, чтобы удовлетворять все потребности в капитале. Таким образом, даже эмитент, обладающий невысоким кредитным качеством, мог рассчитывать на довольно привлекательную ставку купона при размещении облигаций.

Рост инвестиций спровоцировал рост долговой нагрузки – многие эмитенты в этом году вышли с повторными займами, в том числе для рефинансирования своих дебютных выпусков. Впрочем, довольно часто большая часть средств шла на инвестиционные цели, а совокупный объем корпоративного долга рос.

Поскольку мы ждем роста конкуренции между эмитентами за привлекательную ставку привлечения на долговом рынке, мы также ожидаем повышения кредитного качества за счет увеличения финансовой и информационной прозрачности.

«Скользкая дорожка» девелопмента

Помимо инвестирования в основной вид бизнеса в этом году усилилась мода на запуск собственных девелоперских проектов. В результате кредитное качество самих эмитентов изменилось в худшую сторону: часто заем брался на профильный бизнес, что искажило отчетность эмитентов, увеличив объем долга при пока неизменной прибыли.

Увлечение девелопментом мы считаем одним из наиболее серьезных рисков российских эмитентов. До сих пор вложения в рынок недвижимости давали баснословные проценты, однако постепенно сверхприбыли уходят в прошлое, а маржа отрасли падает. К тому же, расчет эмитентов на то, что успешный бизнес в рамках их отрасли непременно будет транслирован в новый для них вид бизнеса, не всегда будет оправдываться.

Розничная торговля

Бурный рост розничных сетей сопровождался увеличением долговой нагрузки и снижением рентабельности. Яркие примеры тому – Аптечная сеть 36.6 и Копейка: компании столь агрессивно

увеличивали свою долю рынка, что кредитный профиль этих эмитентов был значительно ослаблен.

В целом, мы видим довольно высокие риски в рамках отрасли розничной торговли, в особенности среди компаний, не обладающих привлекательным портфелем недвижимости, способным выступить объектом для продажи или залога. Мы ожидаем роста числа сделок по схеме sale-lease-back, поскольку арендные платежи, скорее всего, будут ниже, чем выросшие процентные выплаты по кредитам. В то же время, реализация данной схемы негативно отразится на EBITDA, которая и так находится под давлением в связи растущей конкуренцией на рынке.

### Потребительский сектор

Заметной тенденцией ушедшего года стало усиление интереса к сельскому хозяйству. В этом году многие эмитенты (Черкизово, Мираторг) вышли на долговой рынок в целях финансирования покупки или развития собственных мясных активов.

Потребительский сектор в среднем по отрасли продемонстрировал рост долга даже у наиболее качественных эмитентов. При этом стоит отметить, что часть эмитентов сегмента сельского хозяйства в 2007 г. не увеличила или даже сократила долговую нагрузку (например, Агроком). Сельскохозяйственный сегмент показал заметный рост рентабельности.

В следующем году мы ждем от потребительского сектора продолжения консолидации на рынке M&A: именно здесь, в выпусках продаваемых эмитентов, мы по-прежнему ожидаем наиболее радикального изменения качества.

### Голубые фишки

Традиционно заметные на долговом рынке компании и банки первого эшелона были гиперактивны в 2007 г.: большие объемы средств привлекали Роснефть, Газпром, Норильский никель, Газпромнефть, ТНК-ВР, ЕвразХолдинг, ЛУКОЙЛ и т. д. И хотя существенный рост долга пока не отразился на кредитном качестве этих эмитентов (за исключением Вымпелкома, кредитные рейтинги ни одной из компаний не были поставлены на пересмотр), мы отмечаем огромный спрос на финансирование со стороны голубых фишек. Именно эти компании, как мы ожидаем, будут наиболее активными игроками и на рынке российского долга в следующем году. Единственным претендентом на серьезный даунсайд в кредитном качестве является Вымпелком, объявивший о намерении купить ГолденТелеком.

### Телекоммуникационный сектор

Сектор фиксированной связи показал в 2007 г. уверенное улучшение кредитного качества: выросла рентабельность, снизился показатель Долг/EBITDA. Впрочем, телекоммуникационный сектор был немного разбавлен слабыми показателями Ситроникса и Смартса.

В новом году мы ожидаем небольшого увеличения долговой нагрузки в среднем по отрасли, поскольку перед компаниями МРК стоит задача повышения уровня цифровизации.

Мы также ожидаем развязки ситуации со Смартсом: возможно, что владелец компании, наконец, договорится о продаже Смартс одному из операторов «большой тройки» или МРК. В результате кредитное качество компании получит существенную поддержку в виде финансового и административного рычага (что будет актуально, учитывая борьбу с рейдерами) нового акционера.

### Электроэнергетика

Уже сейчас многие энергосистемы России являются дефицитными, а инвестпрограммы ТГК/ОГК постоянно увеличиваются. Часть этих средств привлекается за счет допэмиссий, однако существенные заимствования будут производиться и на долговых рынках. Позитивным фактором в этой связи является довольно хороший запас прочности для увеличения долговой нагрузки.

К сожалению, за исключением выпусков ФСК, МОЭСК и 2-3-го выпусков генкомпаний, сектор электроэнергетики обладает низкой ликвидностью. К тому же, часть этих бумаг была предъявлена к досрочному погашению после принятия решения о реорганизации этих эмитентов, что, по нашей оценке, еще сильнее снизит ликвидность этого сектора. Несмотря на это, облигации электроэнергетического сегмента мы считаем тихой гаванью для инвесторов. Вдобавок в результате

продолжения реформирования отрасли кредитное качество большого числа эмитентов отрасли подвергнется радикальной переоценке (Гидро-ОГК, ФСК, сетевые компании) в лучшую, как мы ожидаем, сторону.

### Металлургия

Мы отмечаем довольно ровный спрос на инструменты эмитентов первого эшелона (Мечел, Евраз, Северсталь), который чувствует себя довольно уверенно, несмотря на конъюнктуру долговых рынков. К тому же цены на сталь и стальную продукцию создают для этой категории весьма благоприятные условия. Менее качественным металлургам придется тяжело – пример Макси-Групп (компания много заняла и не смогла рефинансироваться) отныне будет тяготеть над каждой компанией сектора с высокой долговой нагрузкой.

### Транспорт – авиаперевозчики

Во всем мире сектор авиаперевозок считается сегментом, несущим повышенные бизнес-риски. Российские авиаперевозчики не исключение: компании имеют большой объем долга и низкую рентабельность. Мы не ожидаем, что кредитный профиль эмитентов данной отрасли продемонстрирует значительное улучшение. Вдобавок, насколько нам известно, в следующем году компании планируют продолжить обновление своих флотов, а значит, долговая нагрузка будет только увеличиваться.

### Машиностроение

В 2007 г. машиностроительная отрасль лидировала по величине показателя Долг/ЕБИТДА. Маржа в среднем по отрасли также остается невысокой. Если не учитывать госучастие и господдержку при анализе компаний этого сектора, то, исходя лишь из финансовых показателей, кредитное качество эмитентов в среднем по отрасли выглядит довольно слабым (Сатурн, Салют, ОМЗ).

Основной торговой идеей отрасли в 2006 г. стало формирование объединенной авиастроительной корпорации, в результате которого кредитный риск МИГа и Иркутта стал равнозначен. Вслед за реформой авиастроительной отрасли в этом году государство всерьез озадачилось консолидацией двигателестроителей. Маловероятно, что консолидацию успеют провести в следующем году, однако мы ожидаем, что здесь все еще сохранится интрига относительно того, как будут распределены компании по холдингам и какова будет доля государства в каждом из холдингов.

Мы ожидаем, что по своим финансовым метрикам в следующем году сектор останется слабым, однако интерес к эмитентам стратегически важной для государства отрасли будет оставаться повышенным, в особенности если на рынок вернутся нерезиденты.

### Оптовая торговля

Высокая конкуренция среди поставщиков ликвидности создала для заемщиков этого сегмента чрезвычайно благоприятные условия. В то же время, мы считаем, что, несмотря на серьезную коррекцию доходности сегмента, он по-прежнему является переоцененным с точки зрения кредитного качества. Специфика трейдерской деятельности несет в себе довольно высокие ценовые риски, особенно это заметно в случае металлотрейдеров, где конъюнктура цен на металл и металлопродукцию является одним из определяющих факторов. Для данного сектора характерно высокая долговая нагрузка и невысокая рентабельность операций.

Мы ожидаем, что кредитное качество эмитентов данного вида бизнеса будет ухудшаться. В большей безопасности окажутся фруктовые трейдеры, имеющие долю рынка свыше 10 % (JFC, Sunway, Сорус).

### Зона особого риска

- Эмитенты с низкой маржой и низким значением покрытия процентов. Поскольку объем процентных платежей будет только расти, способность оплачивать стоимость долга у таких компаний будет снижаться.

- Эмитенты с высокой долговой нагрузкой, за спиной которых нет акционеров, обладающих хорошими административным или финансовым рычагами.

- Отсутствие привлекательных активов, на которые всегда можно найти покупателя (недвижимость, производственные активы, обширная региональная сеть).

Впрочем, стоит отметить, что даже преддефолтное состояние эмитента не всегда ведет к проблемам у держателей его бумаг. В 2007 г. мы стали свидетелями того, как сразу две российские компании (Макси-Групп и Русснефть) при возникновении проблем с рефинансированием были, тем не менее, проданы стратегическому инвестору. Таким образом держатели этих выпусков чувствуют себя даже спокойнее, чем непосредственно до обострения обстановки на кредитном рынке.

Мы ожидаем, что до полного восстановления мирового кредитного рынка под наибольшим давлением окажутся эмитенты третьего эшелона. В меньшей степени пострадают наиболее качественные заемщики, которые являются клиентами крупнейших российских госбанков и, в отсутствие доступа на рынке евробондов, могут фондироваться в госбанках или рассчитывать на довольно привлекательные ставки в западных банках. В условиях осложненного доступа на долговые рынки будет происходить постепенное замещение долговых инструментов эмитентов третьего эшелона непубличными кредитными продуктами. Доля джанковых выпусков в совокупном корпоративном долге в следующем году будет неуклонно снижаться.

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)  
[Bank\\_of\\_Moscow\\_FI\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Начальник управления анализа рынка акций**  
Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Экономика**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Нефть и газ**  
Веденеев Владимир  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Машиностроение/Транспорт**  
Лямин Михаил  
[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

**Телекоммуникации**  
Мусяенко Ростислав  
[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)

**Химическая промышленность**  
Волов Юрий  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

**Строительство/Девелопмент**  
Попов Андрей  
[Popov\\_AY@mmbank.ru](mailto:Popov_AY@mmbank.ru)

**Начальник отдела анализа рынка облигаций**  
Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

**Стратегия/Кредитный анализ**  
Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

**Стратегия**  
Ковалева Наталья  
[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

**Стратегия**  
Тремасов Кирилл  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

**Веденеев Владимир**  
[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

**Электроэнергетика**  
Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

**Металлургия**  
Скворцов Дмитрий  
[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

**Потребительский сектор**  
Мухамеджанова Сабина  
[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

**Кредитный анализ**  
Михарская Анастасия  
[Mikharskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Mikharskaya_AV@mmbank.ru)

**Стратегия**  
Чупрына Татьяна  
[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@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.