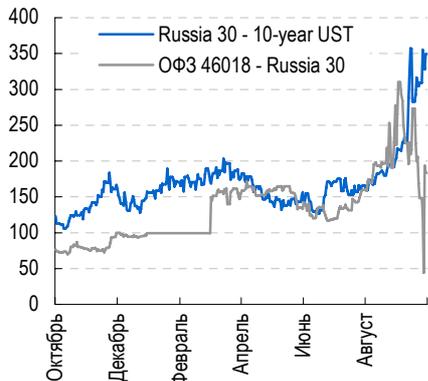


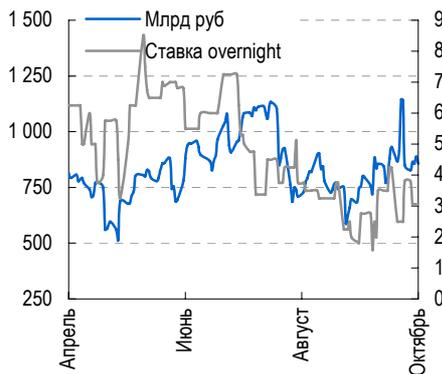
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 3 октября 2008 г.

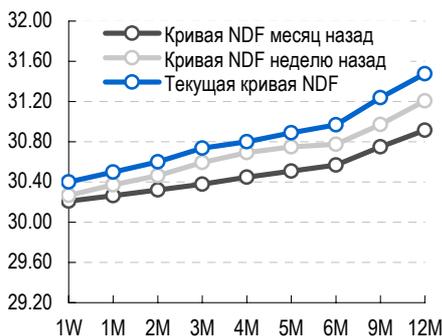
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

3 окт	Nonfarm Payrolls за сентябрь
3 окт	Индекс ISM в сфере услуг
6 окт	Размещение Газпромбанк-3
6 окт	Размещение Новые горизонты БО-3
7 окт	Статистика по потреб. кредитам в США
8 окт	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
8 окт	Аукционы ОФЗ-46021, ОФЗ-25063
9 окт	Статистика по товарным запасам в США

Рынок еврооблигаций

- В США появилось больше поводов говорить о рецессии. В Европе будут обсуждать свой «план Полсона»
- LIBOR на максимумах. «Бегство к качеству» продолжается (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ралли доллара на FOREX увеличивает отток капитала
- Не забыли бы про НДС. В списке А1 вновь пополнение (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **ГОСПОДДЕРЖКА:** Дума сегодня в 1-м чтении рассмотрит правительственный пакет мер по стабилизации финансового рынка; S&P требует разъяснений; первый зампред ЦБ Г.Меликьян считает, что государство не должно поддерживать все банки. Обо всем этом – на стр. 4.
- **Moody's отзывает рейтинги ЧТПЗ по просьбе компании.** Мы думаем, что так компания отреагировала на желание Moody's снизить рейтинг (стр. 4).
- **Строительный холдинг ЛСР (B1/NR/B+) опубликовал нейтральную отчетность за 1-е полугодие по МСФО** (стр.5).
- **Альфа-банк (Ba1/BВ) считает, что девелопер РТМ нарушил условия кредитного договора на 10.6 млн. долл.** (Источник: Reuters). На наш взгляд, это очень неприятное событие для РТМ, т.к. из-за условий кросс-дефолта оно может спровоцировать досрочное погашение и других долгов компании, например, выпуска CLN RTMRU 09 на 55 млн. долл. Мы надеемся, что недавние изменения в структуре акционеров РТМ помогут компании справиться с возможными проблемами ликвидности баланса. В более широком контексте новость может усугубить и без того чрезмерно настороженное отношение кредиторов к девелоперам.
- **ФСК (Ваа2/ВВВ) опубликовала нейтральные результаты за 2007 г. по МСФО.** Выручка компании за период увеличилась на 12% до 63.8 млрд. руб., а показатель EBITDA без учета неденежной прибыли составил 17.6 млрд. руб. Рентабельность по EBITDA в 2007 г. снизилась до 27.7% с 39.2% годом ранее. Компания связывает это с ростом расходов на текущую деятельность за счет увеличения объема сетей под управлением и особенностей тарифного регулирования. Соотношение «Чистый Долг/EBITDA» составило 0.9х.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.63	-0.11	-0.11	-0.40
EMBI+ Spread, бп	435	+16	+128	+196
EMBI+ Russia Spread, бп	319	+3	+114	+172
Russia 30 Yield, %	7.12	+0.10	+1.36	+1.61
ОФЗ 46018 Yield, %	8.96	+0.01	+0.43	+2.49
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	645.4	-68.9	-32.7	-243.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	212.2	+38.3	+134.2	+97.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-60.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.06	-1.09	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.38	+0.03	+0.61	+0.65
Нефть (брент), USD/барр.	90.6	-4.7	-17.7	-3.3
Индекс РТС	1153	-36	-507	-1138

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В США БОЛЬШЕ ПОВОДОВ ГОВОРИТЬ О РЕЦЕССИИ

Пока демократы и республиканцы обсуждают, в каком именно виде все-таки будет принят (и будет ли?) «**план Полсона**», инвесторы все больше убеждаются, что рецессии в США не избежать. На угрозу рецессии, в частности, указывала опубликованная вчера макроэкономическая статистика. Число первичных заявок на пособие по **безработице** на прошлой неделе достигло 497 тыс., что является максимальным значением за последние 7 лет. Кроме того, количество **промышленных заказов** в США упало в августе сразу на 4% (максимальное падение за 2 года). Если еще вспомнить «слабый» **индекс ISM** в среду, то картина вырисовывается довольно печальная. Корпоративные новости также не радуют. Кризис не обошел стороной и такого «монстра», как **General Electric**: вчера было объявлено о том, что компания привлекает порядка 12.2 млрд. долл. путем выпуска акций с заметным дисконтом по отношению ко вторичному рынку. Правда, в допэмиссии согласился поучаствовать великий **Баффет** и его **Berkshire Hathaway**.

Ситуация на рынке межбанковского кредитования остается достаточно напряженной. 3-месячная долларовая ставка **LIBOR** выросла до 4.21% (+6бп), достигнув таким образом максимального уровня с 11 января этого года (если не считать локальный пик в конце сентября, связанный в большей степени с «календарным» фактором).

Индекс **DJI** вчера опустился на 3.22%. Доходность **10-летних нот** снизилась на 11бп до 3.63%. Еще значительно подорожали **2-летние UST** (1.62%, -20бп), вероятно, в связи с заметкой в **WSJ**, в которой шла речь о весьма вероятном очередном снижении ставки **FED RATE**.

Сегодня **Палата представителей Конгресса** проведет повторное голосование по «**плану Полсона**». Однако не менее важной будет и публикация **Payrolls**.

ЕВРОПЕЙСКИЙ «ПЛАН ПОЛСОНА»

Вчера на заседании **ЕЦБ** было решено оставить ставку на уровне 4.25%. Однако в своем заявлении глава **ЕЦБ Ж-К.Трише** намекнул, что инфляционное давление, по его мнению, несколько ослабло, в связи с чем растет вероятность снижения ключевых ставок в **Еврозоне**.

В субботу в **Париже** пройдет саммит с участием представителей 4-х стран **ЕС (Франции, Германии, Италии и Великобритании)** под эгидой **ЕЦБ**. Как ожидается, на встрече будет обсуждаться европейский вариант «**плана Полсона**» и другие меры по преодолению кризиса. Ранее появлялась информация о возможности создания европейского антикризисного фонда в размере 420 млрд. долл.

ЕМ: СПРЭДЫ ПРОДОЛЖАЮТ РАСШИРЯТЬСЯ

Расширение спрэдов между **UST** и еврооблигациями стран ЕМ в четверг продолжилось. Спрэд **EMBI+** расширился на 16бп до 435бп. На фоне дешевающей нефти, которая достигла уровня в 90.56 долл. за баррель (-4.77%), хуже рынка выглядят еврооблигации стран-экспортеров «черного золота».

Котировки выпуска **RUSSIA30** (YTM 7.12%), начавшие было подрастать в среду, вчера вновь пошли вниз – к концу дня российский бенчмарк подешевел на 1/2пп до 102 1/4. В корпоративном сегменте существенных движений нет: ликвидность низка, сделок немного, ценовые уровни потеряны. Любопытно, но вчера мы заметили отдельных покупателей в длинных выпусках **Газпрома** и **Россельхозбанка**. Облигации **RUSAG 18** (YTM 12.03%) подорожали примерно на 2пп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

РАММИ ДОМАРА НА FOREX УВЕЛИЧИВАЕТ ОТТОК КАПИТАЛА

Вчера, по оценкам наших дилеров, ЦБ продал около 1 млрд. долл., чтобы поддержать курс рубля. Это примерно в два раза больше по сравнению с ежедневным объемом интервенций регулятора в начале недели. На наш взгляд, основная причина «бегства капитала» – не боязнь российских активов, неуверенность в рубле или снижение нефти, а фантастическое ралли доллара на рынке **FOREX**.

Вместе с тем, ситуация на денежном рынке продолжает улучшаться: ставки **overnight** вчера еще немного снизились, объем операций **прямого репо** с ЦБ уменьшился до 78 млрд. рублей (-19.28 млрд. рублей).

ПРО НДС ЗАБЫЛИ?

Сегодня в **Госдуме** состоится рассмотрение пакета стабилизационных мер правительства (см. комментарий ниже). Мы полагаем, что вероятность принятия законопроектов весьма высока. Странно, что ничего пока не слышно о рассмотрении законопроекта по предоставлению компаниям рассрочки при уплате квартального **НДС**. Пока налог предстоит перечислить в этом месяце, т.е. законодателям надо бы поторопиться.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК И РАЗМЕЩЕНИЕ РАЗГУЛЯЯ

Торговая активность на долговом рынке с каждым днем все ниже. По-прежнему присутствует большое количество продавцов при практически полном отсутствии спроса. Позитивной новостью стал быстрый выход компании **Радионет** из состояния тех.дефолта.

Вчера агрохолдинг **Разгуляй** разместил биржевые облигации на 1 млрд. рублей с доходностью около 14.5%. Вряд ли у кого-то есть вопросы относительно «рыночности» данного размещения.

ПОПОЛНЕНИЕ В СПИСКЕ А1

Вчера биржа опубликовала сообщение, что выпуски **Промсвязьбанк-5** (УТР 15.34%), **УРСА-8** (УТР 12.60%), **Саха-34033** (УТМ 8.95%) и **Волгоградская область-7** (УТМ 13.83%) были добавлены в **Котировальный список А1**.

НОВЫЕ КУПОНЫ И ОФЕРТЫ

По выпуску **Мосмарт-1** (УТР 81.93%) была определена новая годовая оферта с купоном 17%. По облигациям **Банк Союз-2** (УТР 51.70%) была установлена дополнительная полугодовая оферта по цене 104.18пп (это соответствует доходности около 16.70% по текущим котировкам). В текущей ситуации вряд ли кому-то из эмитентов стоит рассчитывать на сохранение бумаг в рынке.

ГОСПОДДЕРЖКА: Пакет мер уже в Думе; S&P осторожно; ЦБ - предусмотрителен

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

За вчерашний день и сегодняшнее утро мы отметили очередную порцию важных новостей по центральной теме последних недель – регулятивной поддержке российской экономики и финансового сектора. Ниже представлены три наиболее интересные новости с нашими короткими комментариями:

1. **Госдума уже сегодня начнет рассмотрение в 1-м чтении правительственного «пакета стабилизационных мер».** Речь идет о наделении ЦБ правом предоставлять беззалоговые кредиты (рейтинговый критерий для банков, которым будут доступны такие кредиты, пока неизвестен), компенсировать банкам часть убытков от операций на рынке МБК, а также о механизме размещения в ВЭБе 50 млрд. долл., которые затем будут ссужаться тем компаниям и банкам, у которых нет альтернативной возможности для рефинансирования внешних долгов. Уже на следующей неделе Госдума приступит к рассмотрению законопроекта, позволяющего повысить размер госгарантий по вкладам с 400 до 700 тыс. рублей. Мы приветствуем оперативность правительства и законодателей и считаем, что все эти меры разумны и оправданны в текущей ситуации.

2. **Журналисты Reuters вчера вечером побеседовали с «суверенным» аналитиком S&P по России, который сказал, что хотел бы получить разъяснения относительно пакета мер в 180 млрд. долл.** В частности, S&P беспокоят схемы кредитования компаний ВЭБом, беззалоговое кредитование со стороны ЦБ, а также намерения правительства совершить интервенции на рынке акций. На наш взгляд, ничего другого ожидать от S&P не стоит. В то же время, мы предполагаем, что представители правительства и ЦБ предоставят необходимые разъяснения, которые удовлетворят рейтинговое агентство, и то не станет «трогать» суверенный рейтинг России. Мы полагаем, что фактические расходы регуляторов на поддержку финансового сектора и экономики в целом окажутся заметно меньше заявленных цифр.

3. **Первый зампред ЦБ Геннадий Меликьян сказал вчера, что считает неправильным предоставление ликвидности всей банковской системе** и полагает необходимым ограничить доступ к государственным средствам со стороны банков, которые вели рискованную политику (Источник: Прайм-ТАСС). Г-н Меликьян подчеркнул, что Центробанк должен поддерживать только те банки, которые имеют большое социальное значение. На наш взгляд, это важное и нужное заявление, которое регулятор должен был сделать. Во-первых, тем самым ЦБ уменьшил количество поводов для беспокойства со стороны рейтинговых агентств (см. пункт 2). Во-вторых, регулятор ни в коем случае не должен гарантировать поддержку всем, иначе проблема *moral hazard* (чрезмерное принятие риска в надежде, что все равно помогут) примет слишком большие масштабы. В-третьих, г-н Меликьян все же дал понять, что крупнейшие банки будут «спасены». Мы продолжаем считать, что вероятность дефолта по облигациям топ-50 российских банков крайне невелика.

Moody's отзываяет рейтинг ЧТПЗ; в любом случае плохая новость

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

Согласно пресс-релизу Moody's, отзыв рейтингов произошел по инициативе самого эмитента. Напомним, что рейтинг ЧТПЗ на уровне B1 позволял надеяться на включение его облигаций в «заветные» списки ЦБ.

Мы подозреваем, что таким образом компания отреагировала на желание Moody's снизить ее рейтинг. Напомним, что сейчас ЧТПЗ проходит через «пик» программы капвложений и долговой нагрузки. По неудачному стечению обстоятельств, этот «пик» совпал с кризисом ликвидности и ухудшением конъюнктуры в трубной отрасли. В нашем недавнем комментарии по ЧТПЗ к последнему выпуску облигаций мы более подробно рассуждали об этом, и, кстати, не исключали негативной реакции Moody's (комментарий можно увидеть здесь: http://www.cbonds.info/ru/rus/comments/view_comment.php/params/id/33684)

Даже если мы ошибаемся, и ЧТПЗ отозвало рейтинг по другим причинам, это все равно достаточно тревожный сигнал для кредиторов компании. Отзыв единственного кредитного рейтинга происходит очень редко (это нейтрально только в случае M&A, когда рейтинг просто больше не нужен объекту поглощения).

ЛСР (B1/NR/B+): нейтральные итоги 1-го полугодия

Аналитик: Мария Радченко e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Строительный холдинг ЛСР вчера опубликовал нейтральную отчетность за 1-е полугодие по МСФО (reviewed). В отчетном периоде выручка Группы ЛСР возросла до 22.5 млрд. руб. (+40.4%), рентабельность по EBITDA без учета бухгалтерского убытка от переоценки инвестиционной недвижимости почти не изменилась и составила 21.8%.

Соотношение «Чистый долг/EBITDA» выросло с 2.0x в начале года до 2.6x. В августе компания удачно разместила облигационный заем на 5 млрд. руб., тем самым несколько снизив риски рефинансирования.

До 2-го полугодия 2009 г. у ЛСР нет значимых погашений или офферт, поэтому для держателей облигаций важное значение будут иметь результаты ЛСР за весь 2008 г. и 1-е полугодие 2009 г. В настоящий момент доходность выпусков группы ЛСР колеблется в диапазоне 30-40%. На наш взгляд, ЛСР выгодно отличается от других строительно-девелоперских компаний наличием менее рискованного бизнеса по производству строительных материалов.



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@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.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.