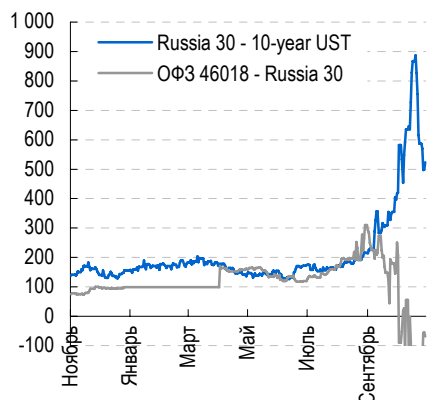


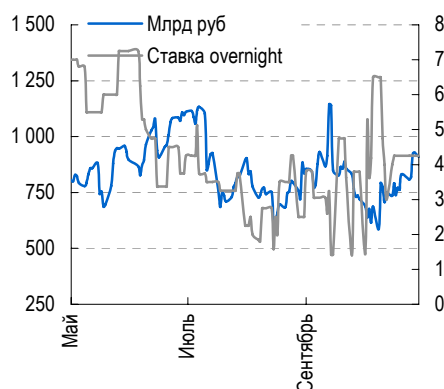
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 10 ноября 2008 г.

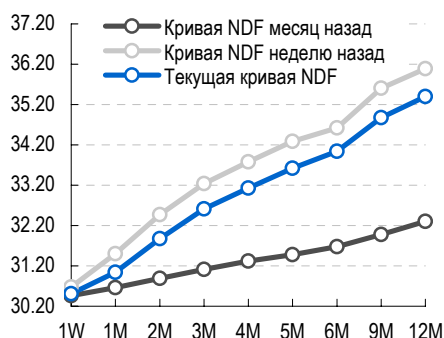
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

10 ноя	Размещение руб.обл. Стратегия-лизинг-2
14 ноя	Статистика по розничным продажам в США
17 ноя	Индекс Empire Manufacturing
17 ноя	Уплата акцизов, ECH
18 ноя	Индекс цен производителей PPI (октябрь)
19 ноя	Индекс потребительских цен CPI (октябрь)
19 ноя	Статистика по перв. рынку жилья в США
20 ноя	Индекс Philadelphia Fed.

Рынок еврооблигаций

- Китай объявил о своей программе господдержки – это уже серьезно
- В США и Европе вышли слабые данные; в ЕМ – серия «даунгрейдов» (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Улучшения на денежном рынке. Рублю продолжают пророчить девальвацию
- Вторичный рынок там же. Еще дефолт. ЦБ расширяет Ломбардный список (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Правительство утвердило новый антикризисный пакет. Речь идет не только о дополнительных госрасходах, но и о «неденежных» инструментах (стр. 4)
- Седьмой Континент (NR) получил кредитную линию от ВТБ (A2/BBB+), а акционер компании – margin call от Deutsche Bank (стр. 5)
- Топ-Книга (NR): результаты за 9 мес. 2008 г. по РСБУ (стр. 5)
- Fitch пересмотрело прогноз суверенного рейтинга России (BBB+) со «Стабильного» на «Негативный». Это произошло в рамках «группового» рейтингового действия в отношении ряда стран с развивающейся экономикой. Fitch снизило рейтинги 4-х стран (в т.ч. Казахстана) и пересмотрело прогнозы по рейтингам еще 6-ти государств. Основные причины – ухудшение платежных балансов, а также фискальных и экономических характеристик стран ЕМ.
- АвтоВАЗ (NR) привлек от ВТБ кредит на 4 млрд. руб. сроком на 1 год (Источник: Reuters). Мы воспринимаем эту сделку как еще одну иллюстрацию постепенного ослабления операционных и финансовых характеристик компании в среднесрочной перспективе, в т.ч. из-за экономических последствий финансового кризиса. Ухудшение самостоятельного кредитного профиля будет компенсироваться усилением поддержки со стороны правительства (кредиты, субсидии, повышение ввозных пошлин на иномарки).
- Налоговые органы подали иск о банкротстве ООО «Триал», оптового подразделения сети Банана-Мама (NR). ООО «Триал» выступает единственным поручителем по облигациям сети. Согласно газете Коммерсантъ, которая ссылается на владельца ритейлера, банкротство может не стать помехой для продажи сети. Таким образом, у держателей облигаций останутся какие-то шансы получить назад свои инвестиции.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.80	+0.11	+0.16	-0.23
EMBI+ Spread, бп	609	-3	+106	+370
EMBI+ Russia Spread, бп	512	+16	+142	+365
Russia 30 Yield, %	9.08	+0.16	+1.27	+3.57
ОФЗ 46018 Yield, %	8.24	0	-2.07	+1.77
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	578.9	-53.4	-28.5	-309.6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	331.4	+37.4	+219.1	+216.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-70.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.17	-2.66	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.38	-0.01	-0.01	+0.65
Нефть (брент), USD/барр.	57.4	0	-27.0	-36.5
Индекс РТС	761	-17	-1	-1530

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

КИТАЙ ОБЪЯВИЛ О СВОЕЙ ПРОГРАММЕ ГОСПОДДЕРЖКИ – ЭТО УЖЕ СЕРЬЕЗНАЯ «ТАБЛЕТКА»

Сегодня утром мировые рынки акций открываются ростом. Повод для оптимизма – объявление Китаем о своей программе господдержки экономики стоимостью почти 600 млрд. долл. Предложенные меры включают в себя налоговые послабления, «кейнсианские» расходы на инфраструктуру (дороги, мосты, аэропорты) и т.п. Кое-кто уже говорит о том, что программа может добавить около 2пп к падающим темпам роста **ВВП Китая**. Учитывая масштабы китайской экономики, речь может идти о позитивном влиянии на всю мировую экономику (в т.ч. на **Россию** - например, через рост цен на *commodities*).

ПЛОХИЕ ДАННЫЕ – СИГНАЛ К НОВОМУ СНИЖЕНИЮ СТАВОК?

Пятничный отчет по состоянию рынка труда в США (**Nonfarm Payrolls**) оказался заметно хуже ожиданий. Более того, в худшую сторону были пересмотрены цифры за предыдущие месяцы, из-за чего **уровень безработицы** в США вырос до 6.5% (+0.4пп; максимальное значение с 1994 года). Европейская статистика также оставляет желать лучшего: **объем промышленного производства Германии** в сентябре упал на 3.6%, что является рекордным снижением за последние 14 лет. Стоит, правда, отметить, что были и неожиданно хорошие новости: **товарные запасы** на складах в США немного снизились, а **объемы потребительского кредитования** выросли (дает о себе знать стабилизация в финансовом секторе?).

Несколько парадоксально, но, несмотря на преобладание негативных экономических данных, индексы акций в **Европе** и **США** в пятницу выросли на 2-3% (**DJI** +2.85%). Скорее всего, речь идет об ожиданиях очередного пакета мер по поддержке со стороны регуляторов. Фьючерсы указывают на почти 100%-ную вероятность снижения **FED RATE** еще на 50бп до конца года. **Барак Обама** сказал, что одним из первых его свершений на посту президента будет очередной пакет мер фискального стимулирования экономики. Возможно также, что росту акций способствовало дальнейшее улучшение климата на денежном рынке: трехмесячный долларовый **LIBOR** снизился до 2.29% (минимум за 4 года).

В **US Treasuries** также не наблюдалось реакции на поток слабой статистики: доходность **10-летних нот** в пятницу выросла еще на 11бп до 3.80%.

EMERGING MARKETS: ХОРОШЕГО МАЛО

В сегменте **ЕМ** дела обстоят не лучшим образом. Рейтинговое агентство **Fitch** снизило рейтинги сразу 4 стран (**Болгарии, Казахстану, Венгрии и Румынии**), а также изменило прогнозы по рейтингам 6 стран (в т.ч. **России**). Агентство **Moody's** понизило кредитный рейтинг **Латвии** на 1 ступень до A3, а также изменило прогнозы по рейтингам **Литвы** и **Эстонии** на «Негативный».

Вместе с тем, в пятницу за счет значительного роста доходностей **UST** спрэд **EMBI+** несколько сузился - 609бп (-3бп). В российском сегменте котировки евробондов в пятницу немного просели. Бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 9.08%) потерял в цене около 3/4пп, спрэд к **UST** расширился на 6бп до 530бп. В корпоративном сегменте активность со стороны покупателей остается на низком уровне: мы видели спрос лишь на самые короткие бумаги **GMKNRU 09** (YTM 17.98%), **HCFB 11** (YTP 67.84%), **ZENIT 09** (YTM 22.09).

Возможно, сегодня новости о китайской программе господдержки экономики помогут нивелировать эффект от действий **Moody's** и **Fitch**, т.е. котировки **ЕМ-облигаций** избегут резкого падения.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

УЛУЧШЕНИЯ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ; РУБЛЮ ПРОДОЛЖАЮТ ПРОРОЧИТЬ ДЕВАЛЬВАЦИЮ

На фоне значительного притока ликвидности в пятницу (мы предположили, что в систему «пришли» субординированные кредиты, предоставленные госбанкам) ставки **overnight** снизились примерно до 5-6%, а объем операций **прямого репо** сократился до 108.3 млрд. рублей (-48 млрд.). Кроме того, банки без проблем вернули **Минфину** 34 млрд. рублей, привлеченных ранее на депозитных аукционах. Часть ликвидности ушла на валютный рынок – по оценкам наших дилеров, в пятницу **Центробанк** продал около 1.1 млрд. долл., чтобы поддержать рубль. При всем при этом к сегодняшнему утру суммарные остатки на корсчетах и депозитах снизились лишь на 16 млрд. рублей до 910.3 млрд. рублей.

Сегодня **ЦБ** проведет **3-месячный беззалоговый аукцион** на 100 млрд. рублей. Напомним, что к нему допущены только банки с рейтингом не ниже BB-/Ba3 (не более 30-ти). Завтра же регулятор предложит аналогичную сумму на 5 недель более широкому кругу кредитных организаций. Мы уверены, что 3-месячные деньги вызовут большой спрос со стороны банков.

Рубль сегодня утром торгуется против бивалютной корзины на привычном уровне. Между тем, «новость» о возможной девальвации рубля сегодня находится на странице **TOP** в **Bloomberg**. Поводом для нее стала аналитика одного из российских брокеров. А между тем, экономический советник **Президента А.Дворкович** в пятницу вновь высказался в том духе, что ослабление рубля возможно только в случае возникновения отрицательного торгового баланса (это точно не перспектива 2-3 месяцев).

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ВСЕ ТАМ ЖЕ; НОВЫЙ ДЕФОЛТ

Несмотря на снижение дефицита ликвидности, рублевый долговой рынок в пятницу по-прежнему находился в «полуобморочном» состоянии. Сделок было немного, а их объем по-прежнему указывает на то, что за пределами нескольких бумаг **1-го эшелона** торгуют в основном «физики». Мы отметили фиксацию прибыли в относительно длинных бумагах (**РЖД-8**, **Газпром-7**, **Вымпелком-1**) после нескольких дней роста их котировок.

В пятницу мы стали свидетелями очередного технического дефолта: компания **Сорус** не смогла исполнить оферту и выплатить купон по своему дебютному выпуску. В качестве причины указывается отсутствие достаточных денежных средств в связи с неисполнением обязательств некоторыми контрагентами компании.

РАСШИРЕНИЕ ЛОМБАРДНОГО СПИСКА

В пятницу **ЦБ** объявил, что вводит новые поправочные коэффициенты в размере 0.7пп для выпусков с рейтингом B-/B3 или B/B2. Вполне ожидаемый шаг, учитывая ранее принятое решение о понижении рейтинговой планки для включения облигаций в **Ломбардный список** до B-/B3. Радует, что поправочный коэффициент установлен на достаточно высоком уровне (всего на 10бп ниже по сравнению с бумагами, у которых рейтинг равен BB-/Ba3).

НОВЫЕ КУПОНЫ И ОФЕРТЫ

По выпуску **Бахетле-1** (УТР 59.18%) процентная ставка до новой полугодовой оферты была установлена в размере 16%. В облигациях **Уралсвязьинформ-6** (УТР 23.92%) появилась новая годовая оферта с купоном на уровне 13%. Аналогичные условия были предложены и в выпуске **Инпром-3**. Очевидно, что эти действия не спасут эмитентов от обратного выкупа бумаг с рынка.

Правительство одобрило новый пакет антикризисных мер

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

В прошедшую пятницу правительство утвердило новый пакет мер по поддержке экономики и финансового сектора. Речь идет не только о новых госрасходах, но и о «неденежных» инструментах регулирования. Список мер включает 55 предложений. Все они выложены на Интернет-сайте правительства России www.government.ru/content/governmentactivity/mainnews/a3c3e66bbf034fd79fa99a3001e6be35.doc. Ниже представлены наиболее важные из мер в нашей интерпретации и с нашими же комментариями.

- *Облегчение процедур по слияниям/поглощениям, взысканиям залогов и банкротствам.* В частности, наконец-то планируется убрать «неудобную» Статью 60 ГК (дублируется в других законах), в соответствии с которой любая реорганизация должна сопровождаться офертой всем кредиторам. Ранее мы уже говорили о том, что вместо защиты кредиторов данная норма нередко создает дополнительные риски. В международной практике такой “poison put” заемщик предоставляет кредиторам, но только по собственной инициативе. Сейчас потребность устранить «неудобную» норму высока как никогда – возросла скорость процессов консолидации, вероятность использования опциона кредиторами близка к 100%, а привлечь рефинансирование крайне сложно. Кстати, сейчас именно из-за данной нормы заморожены несколько крупных сделок (в т.ч. слияние УРСА Банка и Банка Восточный Экспресс). Насколько мы понимаем, ни один выпуск облигаций сейчас не торгуется с расчетом на «внеочередной» пут-опцион из-за реорганизации, поэтому влияние возможной отмены Статьи 60 ГК на рынок облигаций мы оцениваем как нейтральное.
- *Рекапитализация стратегически важных предприятий через выкуп допэмиссий.* В документе не указано, о каких предприятиях идет речь. На наш взгляд, оборонные госкомпании – первые кандидаты на рекапитализацию, т.к. иначе им будет очень сложно сохранить платежеспособность.
- *Усиление контроля со стороны Банка России за работой органов управления банков, получивших средства государственной поддержки (назначение специального представителя Банка России). Рекомендации коммерческим банкам (в том числе банкам с государственным участием), использующим различные формы государственной поддержки (в том числе получившим субординированные кредиты), в приоритетном порядке направлять средства на поддержку следующих секторов экономики: автомобилестроение; сельхозмашиностроение; авиационные перевозки; жилищное строительство.* Понятно желание правительства «протолкнуть» ликвидность, предоставляемую банкам, в реальный сектор. Однако, на наш взгляд, действовать «административными» методами в данном случае нужно крайне осторожно. Еще один интересный момент в данном пункте – сокращение списка «приоритетных» отраслей с 6-ти до 4-х. Насколько мы понимаем, подразумевается, что «выпавшие» из списка ритейл и автомобилестроение уже получили помощь (запущена программа кредитования ритейлеров госбанками; повышены пошлины на импортируемые автомобили);
- *Разработка механизма рефинансирования портфелей кредитов предприятий малого и среднего бизнеса, сформированных российскими кредитными организациями, за счет средств, выделяемых Российской Федерацией Внешэкономбанку.* На наш взгляд, это более рыночный механизм «проталкивания» ликвидности в реальный сектор.
- *Введение института общего собрания владельцев облигаций как механизма консолидации мнений владельцев облигаций.* В принципе, держателям облигаций и сейчас никто не мешает собираться и вырабатывать консолидированную позицию, но определенная формализация этого процесса наверняка помогла бы. Вряд ли речь идет о том, чтобы наделять такое собрание особыми правами. Формально у держателей облигаций должны быть те же права, что и у других кредиторов.
- *Расширение инвестиционной декларации ГУК, управляющей пенсионными средствами «молчунов»; Выкуп жилья эконом-класса; Субсидирование процентных ставок, облегчение механизма выдачи госгарантий* – обо всем этом уже говорилось ранее.

На наш взгляд, абсолютное большинство предложенных мер звучат вполне разумно. Очевидно, что рассуждать об их влиянии на экономику и отдельных заемщиков можно будет лишь тогда, когда станет ясно, в какие сроки и в какой форме они будут реализованы. Пока же речь идет о слишком «общих» формулировках.

Седьмой континент получил линию от ВТБ, а акционер – margin call от Deutsche

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

В пятницу стало известно о том, что ВТБ предоставил компании Седьмой континент кредит в размере 2.5 млрд. рублей под 13-15% годовых. Компания уже получила первый транш в размере 500 млн. О сроках предоставления кредита ничего не сообщается (Источник: Прайм-ТАСС). Сегодня газета Коммерсантъ сообщила о том, что ключевой акционер Седьмого континента А.Занадворов получил margin call по кредиту объемом 560 млн. долл., привлеченному от Deutsche Bank под залог акций для финансирования выкупа доли партнера (сделка прошла в 2007 г.).

Очевидно, что первая новость о получении финансирования от ВТБ является позитивной для держателей облигаций Седьмого Континента (70% к ofercie летом 2009 г.), а вторая – скорее негативной. Теоретически, г-н Занадворов может постараться извлечь часть финансовых ресурсов из контролируемой им компании (через дивиденды и/или кредиты) для расплаты с Deutsche Bank. В этом случае кредитный профиль розничной сети ухудшится. Мы неоднократно упоминали о рисках, связанных с долговой нагрузкой на уровне акционера (см. например комментарий от 7 ноября по полугодовым результатам Седьмого континента).

Мы надеемся, что вывода денежных средств из компании не произойдет (и акционер будет решать свои долговые проблемы другими способами). Это было бы крайне негативно воспринято миноритариями Седьмого континента (компания публична; капитализация – около 1.5 млрд. долл.). Кстати, «заблокировать» доступ акционера к денежным потокам Седьмого континента посредством ковенант могли (могут) банки-кредиторы.

Мы считаем приемлемым кредитный риск по облигациям Седьмого Континента (≈70% к ofercie летом 2009 г.). В то же время, в сегменте облигаций ритейлеров мы видим и более интересные предложения (например, Копейка-22 с доходностью около 200%; дискаунтеры более успешны в периоды кризисов по сравнению с супермаркетами).

Топ-Книга (NR) отчиталась за 9 месяцев 2008 г.

Аналитик: Ольга Николаева, e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

За январь-сентябрь 2008 г. выручка компании составила 6.9 млрд. руб. , увеличившись на 28% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В 3-м квартале компания традиционно зафиксировала всплеск спроса, связанный с началом нового учебного года. Показатель EBITDA margin, по нашим оценкам, составил около 7.5%.

Дисциплинированная финансовая политика позволила снизить соотношение долга и EBITDA до 2.6х против 3.3х по итогам 2007 г. Недавно в прессе появилась информация, что Топ-Книга увеличивает отсрочки по платежам поставщикам, высвобождая оборотный капитал для снижения долговой нагрузки. Представители компании недавно заявляли, что продолжают аккумулировать средства для прохождения oferty по 2-му выпуску облигаций объемом 1.5 млрд. руб.



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
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
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 продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

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		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кашеев	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.

© 2008, 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.