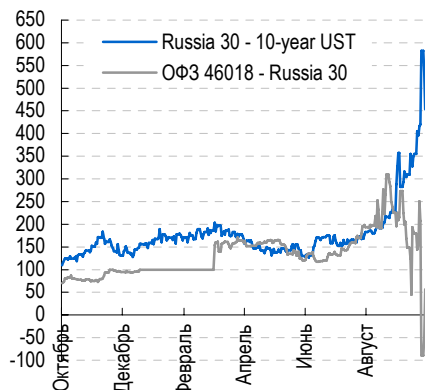


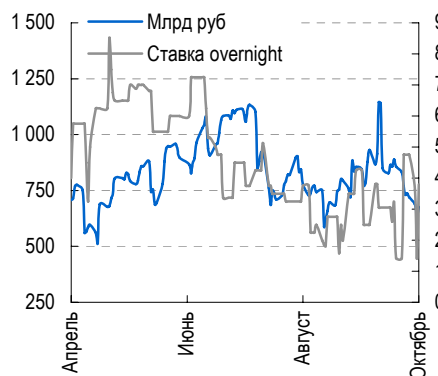
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 15 октября 2008 г.

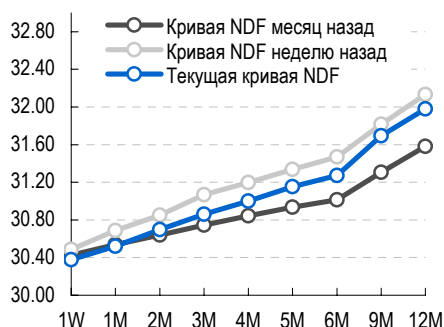
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 окт	Индекс цен производителей PPI (сентябрь)
15 окт	Индекс Empire Manufacturing
15 окт	"Бежевая Книга" ФРС
15 окт	Уплата акцизов, ECH, страховых взносов
16 окт	Индекс потребительских цен CPI (сентябрь)
16 окт	Индекс Philadelphia Fed.
17 окт	Статистика по перв. рынку жилья в США
17 окт	Индекс потреб. доверия U.Michigan

Рынок еврооблигаций

- Рынки немного успокоились, дальнейшая динамика не ясна
- Emerging Markets** вчера сократили спрэды, в коротких российских «корпоративках» появилось больше покупателей (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Денежный рынок и «вторичка»: немного полегче
- Объемы торгов по-прежнему минимальны (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- ЦБ снизил нормативы отчислений в ФОР и предпринял ряд других важных мер для поддержки банков и обеспечения стабильности рубля (стр. 4).
- ФК Еврокоммерц (B2) отчиталась за 1-е полугодие по МСФО (стр. 4)
- ЧТПЗ (NR) сообщил о сокращении объемов производства (стр. 5)
- Госдума может разрешить вкладывать пенсионные деньги «молчунов» в ипотечные облигации без госгарантий. Соответствующий проект закона будет рассмотрен в ближайшее время (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, это позитивная новость для российского финансового рынка. Пенсионные деньги помогут ускорить процесс рефинансирования ипотечных кредитов, т.е. фактически выкупа этих крайне «неудобных» сейчас активов с балансов банков. К сожалению, вряд ли процесс доставки денег «молчунов» в банковскую систему окажется быстрым.
- Один из претендентов на покупку сети Банана-мама (NR) – фонд Icon – отказался от сделки (Источник: Интерфакс). Новость вряд ли обрадует держателей облигаций компании, т.к. продажа сети фондам помогла бы решить ее проблемы с ликвидностью.
- Сегодня пройдет второе совещание представителей крупнейших розничных компаний с вице-премьером Шуваловым. На нем могут быть приняты новые решения о господдержке отрасли (Источник: Reuters). Мы надеемся, что эти решения будут позитивными для держателей облигаций ритейлеров.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.08	+0.10	+0.36	+0.05
EMBI+ Spread, бп	544	-109	+210	+305
EMBI+ Russia Spread, бп	402	-149	+166	+255
Russia 30 Yield, %	8.61	-0.71	+2.62	+3.10
ОФЗ 46018 Yield, %	9.18	+0.38	+0.94	+2.71
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	568.5	+19.5	-204.2	-320.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	108.6	+18.9	+36.6	-6.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-339.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.65	-0.56	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.37	-0.02	0	+0.64
Нефть (брент), USD/барр.	74.5	-3.0	-23.1	-19.4
Индекс РТС	870	+79	-472	-1421

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РЫНКИ ВРОДЕ БЫ НЕМНОГО УСПОКОИЛИСЬ

Вчера рынок переваривал информацию о выделении правительствами **США** и **Европы** астрономических сумм на рекапитализацию банков. Большую часть дня индексы акций по всему миру росли, однако к закрытию американских торгов **Dow Jones** все-таки снизился на 0.82%. Вероятно, кто-то боится новых «рецессионных» новостей (вчера о слабых результатах отчиталась **Pepsi**), а кто-то просто фиксировал прибыль после рекордного роста в понедельник.

Вчера в США были опубликованы данные о **дефиците бюджета** за фискальный 2008 год (оканчивающийся 30 сентября). Он составил 455 млрд. долл. Это новый абсолютный антирекорд, который на 42 млрд. долл. больше, чем предыдущий пик, зафиксированный во время войны в **Ираке**.

В сегменте **US Treasuries** вчера вновь можно было наблюдать рост доходностей: на коротком конце кривой на 22-26бп, на длинном – 10-14бп. **10-летняя нота** завершила день на отметке 4.08% (+10бп), впервые за последние 2 месяца преодолев отметку в 4.0%.

Действия правительств вызвали некоторую «оттепель» на рынке межбанковского кредитования. Долларовый недельный **LIBOR** снизился на 50бп до 4.08%, **TED-спрэд** сузился до 433бп (-23бп). Однако о полном восстановлении рынка говорить еще рано: все-таки текущие уровни еще значительно выше тех, что мы могли наблюдать даже в начале сентября.

Сегодня из макроэкономической статистики публикуются **Бежевая книга ФРС**, а также индексы цен производителей (**PPI**) и **Empire Manufacturing**. В корпоративном/банковском сегменте сегодня за 3-й квартал отчитаются **JP Morgan** и **Wells Fargo**.

В ходе утренних торгов азиатские индексы существенно не изменились, что косвенно указывает на возможное завершение периода действия «таблетки счастья».

EMERGING MARKETS: СПРЭДЫ СУЗИЛИСЬ

Позитивный новостной фон вчера благоприятно повлиял на ход торгов в сегменте **ЕМ**. Спрэд **EMBI+** сузился на 109бп и составил 544бп. Наиболее существенно выросли российские суверенные еврооблигации. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 8.61%) подорожал еще на 3 1/2пп до 93.7пп, а спрэд к **UST** сузился до 450бп (-85бп). В **CDS-спрэдах** рост аппетита к риску был еще более заметным.

Появился спрос и в корпоративном сегменте. Мы отметили покупки в наиболее коротких бумагах 1-го эшелона, в т.ч. в выпусках **CHMFRU 09** (YTM 22.37%), **EVRAZ 09** (YTM 18.55%), **MEGAFO 09** (YTM 13.82%), **BKMOSC 09** (YTM 16.84%).

Высокая волатильность и ценовые диспропорции были отмечены в выпусках **ТНК** (Ваа2/BB/BBB-). Вчера мы видели сделки в **TMENRU 12** по 57пп, что соответствует доходности 26%, в то время как **TMENRU 13** торговался на уровне 21%. К концу дня котировки **TMENRU 12** выросли на 7пп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ И ВТОРИЧНЫЙ РЫНКИ: НЕМНОГО ПОЛЕГЧЕ

С приходом средств от понедельничного депозитного аукциона ставки **overnight** для банков 1-го круга вчера к середине дня снизились примерно до 7%. Объем операций **прямого репо** с ЦБ сократился на 46.75 млрд. рублей до 219 млрд. рублей. Рынок МБК, похоже, по-прежнему весьма фрагментирован, и прямое репо остается пока основным источником дополнительной ликвидности для банков за пределами топ-30. В полной мере осознавая эту проблему, регулятор принял дополнительный пакет мер, направленных на поддержку банковской системы страны (см. специальный комментарий ниже).

Стоимость бивалютной корзины вчера снизилась примерно на 3 копейки до 30.37 рублей, однако в определенные моменты вновь возвращалась к 30.40 («оффер» ЦБ). По оценкам наших дилеров, **Центробанк** продал лишь около 400 млн. долл. Хорошо бы тенденция сокращения скорости опустошения золотовалютных резервов продолжилась и далее. На это, кстати, были направлены некоторые из вчерашних действий ЦБ (повышение ставок по депозитам и «валютному свопу»). Сегодня утром курс бивалютной корзины держится недалеко (2-3 коп) от «оффера» ЦБ.

Ликвидность рублевого долгового рынка все также оставляет желать лучшего. Вместе с тем, второй день подряд мы отмечаем неагрессивный спрос на короткие облигации **1-го эшелона**: **ВТБ-4** (УТМ 14.07%, +31бп), **Газпром-4** (УТМ 9.57%, +37бп), **ВТБ 24-3** (УТР 17.57%, +8бп). В остальных сегментах пока сохраняется абсолютное доминирование продавцов.



ОФЕРТА ВТБ 24

Вчера **ВТБ 24** выкупил порядка 74% из 6 млрд. рублей облигаций 1-го займа. Накануне oferty банк установил новую годовую offerту с купоном в размере 9.75%. В нынешних условиях итоги oferty отнюдь не удивляют.

ЦБ вновь снизил нормативы; предпринял еще ряд мер для поддержки банков

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

Ниже перечислены вчерашние действия ЦБ и наши комментарии к ним (№5 и №6 – меры, о которых еще в понедельник сообщил первый зампред ЦБ А.Улюкаев):

1. **Нормативы отчислений в ФОР снижены** до 0.5% по всем видам обязательств банков с прежних 4.5% по кредитам в иностранной валюте, 1.5% по кредитам в рублях физлицам, 2.0% по иным обязательствам. Изменен порядок отмены этих льгот: ранее предполагалось, что с 1 февраля 2009 г. и с 1 марта нормативы вырастут на 2 пп. Теперь они будут повышены с тем же графиком на 1.0 пп. По нашим оценкам, эта мера позволит уже на этой неделе пополнить корсчета банков примерно на 70-80 млрд. руб. Важно, что это даст возможность пополнить ликвидность всех без исключения банков пропорционально их балансам.
2. **Ставки по ломбардным кредитам сроком на 7 дней и месяц снижены** на 0.5пп до 8.0% и 9.0% соответственно. Кроме того, возобновлены операции репо на 90 дней. Таким образом, ЦБ делает рефинансирование еще более привлекательным и доступным для банков.
3. **Ставка по операциям «валютный своп» повышена на 2пп до 10.0%.** Тем самым Центробанк показывает «желтую карточку» спекулянтам, играющим против рубля. Ведь фактически в последние недели мы нередко наблюдали, как некоторые банки покупали валюту, затем «своповали» ее на рубли в ЦБ и снова покупали валюту. Мы по-прежнему считаем, что Центробанк не допустит девальвации рубля против корзины. В противном случае он столкнется с массированным оттоком капитала, т.к. доверие к национальной валюте со стороны корпораций и населения будет серьезно подорвано.
4. **Ставки по депозитным операциям повышены на 0.5пп:** на условиях "том-некст", "спот-некст", "до востребования" - до 4.25%, на условиях "одна неделя" и "спот-неделя" - до 4.75%. Тем самым ЦБ дает банкам возможность зарабатывать больше в рублях на безрисковых операциях и повышает мотивацию для притока капитала. К сожалению, эта же мера немного увеличивает заинтересованность банков держать ликвидность в ЦБ вместо того, чтобы использовать ее для кредитования.
5. **ЦБ принял решение ослабить рейтинговый критерий Ломбардного списка/списка репо** с B1/B+ до B2/B. Шаги регулятора по расширению базы рефинансирования можно только приветствовать, тем более, что при прочих равных условиях более рискованные бумаги держат средние и мелкие банки, которые не имеют широкого доступа к деньгам Минфина и ЦБ. Важно только, чтобы дисконт по бумагам с рейтингами B/B2 (сюда, например, попадают облигации ЮТК) не был "запретительным".
6. **ЦБ расширил возможности рефинансирования банков под залог нерыночных активов,** внося изменения в положение 312-П. Три вида изменений расширяют эти возможности. Во-первых, были убраны ограничения в отношении организационно-правовой формы компаний, под кредиты которым ЦБ предоставлял рефинансирование. Так, теперь помимо акционерных обществ действие положения распространяется на ГУПы. Также были убраны оговорки, исключавшие средние предприятия из списка получателей кредитов и смягчены требования по отраслевой принадлежности компаний, получивших кредиты.

Еврокоммерц (В2): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г.

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Факторинговая компания Еврокоммерц вчера опубликовала отчетность за январь-июнь 2008 г. по МСФО. Особых сюрпризов новые результаты не принесли и, в целом, повторяют итоги 2007 г. (см. Комментарий от 25.08.08).

В 2008 г. темпы роста компании немного замедлились по сравнению с 2007 г., хотя все еще и остаются весьма значительными: объем факторингового портфеля увеличился почти на 30% (36 млрд. руб.), при

общем росте активов до 46.2 млрд. руб. Мы уже писали, что столь быстрый рост таит в себе еще и определенные риски, связанные с возможно недостаточно «жесткими» процедурами риск-менеджмента и оптически заниженными показателями просрочки (уровень резервирования снизился до 1.5%). Тщательная оценка рисков особенно важна в текущий момент, когда количество клиентов, прибегающих к услугам факторинга, значительно возросло (из-за ограниченного доступа к кредитным ресурсам), а платежеспособность розничных сетей (именно их риск часто покупает Еврокоммерц) – снизилась. Комментарии к отчетности не раскрывают подробную информацию о концентрации портфеля (в 2007 г. она была существенна), за исключением того, что на двух крупнейших клиентов приходится около 11% всех выданных авансов.

Группа Еврокоммерц сохраняет высокие показатели адекватности капитала, темпы роста которого совпадают с ростом активов (правда, значительная часть капитала все еще располагается на уровне оффшорной холдинговой компании). Поддержку кредитному профилю оказывают также высокие показатели процентной маржи (18%) и рентабельности.

Еврокоммерц по-прежнему очень зависит от рынков капитала, причем в 2008 г. общий объем публичного долга увеличился еще на 28% и достиг 24.5 млрд. руб. До конца 2008 г. Еврокоммерцу необходимо рефинансировать три выпуска общим объемом 9 млрд. руб. Связанные с этим риски частично компенсируются значительным остатком денежных средств на балансе (на отчетную дату – 6.9 млрд. руб.) и короткой структурой активов. Странно только, что компания не выкупает собственные облигации, которые торгуются с доходностью (>100% годовых), существенно превышающей доходность основного бизнеса.

В условиях недостаточной информации о качестве активов Еврокоммерца мы воздерживаемся от рекомендаций по облигациям компании.

Ключевые финансовые показатели ФК Еврокоммерц, МСФО (компания была сформирована 28.03.2006 г.)

млн. руб.	2006 г.	2007 г.	1П2008 г.
Доходы от факторинговой деятельности	274	4 829	5 029
Процентные доходы	-	164	-
Процентные расходы	138	1 814	1 890
Чистый доход от основной деятельности	136	3 178	3 139
Операционные расходы	100	818	703
Чистая прибыль/убыток	47	1 582	2 446
Собственный капитал	829	7 986	10 997
Факторинговый портфель	5 759	27 820	36 023
Активы	6 170	34 682	46 211
Основные коэффициенты			
Чистая процентная маржа	3.2%	18.9%	17.6%
Рентабельность собственного капитала	8.5%	35.9%	51.5%
Рентабельность активов	1.0%	7.7%	12.1%
Доля резервов	1.2%	1.9%	1.5%
Собственный капитал/ Активы	0.13	0.23	0.23

Источник: Еврокоммерц, оценка МДМ-Банка

ЧТПЗ (NR) сообщил о сокращении объемов производства

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

Группа ЧТПЗ (NR) вчера опубликовала пресс-релиз, в котором сообщила о снижении своих операционных показателей по итогам 9 мес. 2008 г. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года отгрузка трубной продукции потребителям в натуральном выражении сократилась на 13% (1.27 млн. тонн против 1.47 млн. тонн в 2007 г.). Спрос на трубную продукцию сокращается и, по мнению менеджмента группы, в ближайшей перспективе ситуация вряд ли изменится. Падение спроса руководство ЧТПЗ объясняет в т.ч. переносом сроков реализации крупных трубопроводных проектов, т.к. нефтегазовые компании (являющиеся основными потребителями продукции ЧТПЗ) в условиях снижения цен на нефть пересматривают свои инвестиционные программы.

В текущих условиях ЧТПЗ, вероятнее всего, будет вынуждено сократить объемы производства. Кроме того, компания намерена снизить расходы на инвестпрограмму, за счет отказа от проектов, к реализации которых компания еще не приступила (ранее свои инвестиционные затраты на 2007-2009 гг. группа оценивала на уровне 1 млрд евро).

Такие новости, конечно, не добавляют комфорта кредиторам ЧТПЗ. С условиях снижения продаж финансовые результаты ЧТПЗ по итогам 2008 г., вероятно, отразят сокращение операционной прибыли и рост долговой нагрузки, которая и на конец 1-го полугодия была довольно высокой (по нашим оценкам, порядка 4.0х Долг/EBITDA). В начале октября группа отозвала свой единственный кредитный рейтинг (B1 от Moody's). По нашим предположениям, это было сделано для того, чтобы не допустить публичного снижения рейтинга.

Размещенный в конце августа выпуск ЧТПЗ-3 сейчас торгуется на уровне 80% от номинала (УТР 36.7%). Оферта по облигациям ЧТПЗ наступает через год, и для кредиторов компании большое значение будут иметь результаты компании во второй половине 2008 г. и первом полугодии 2009 г.



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 Кащеев	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 разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, 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.