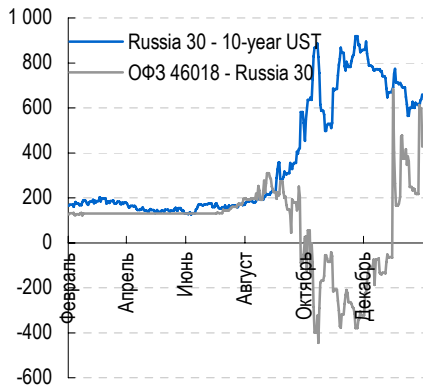
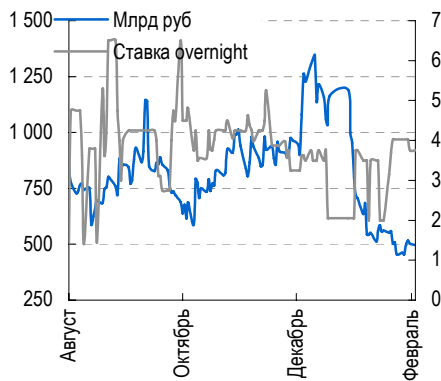


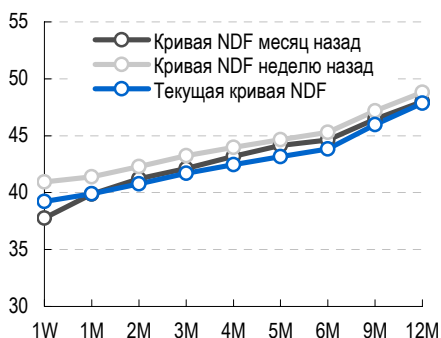
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

16 фев	Уплата 1/2 акцизов, ЕСН
16 фев	3-месячный аукцион ЦБ (25 млрд. рублей)
17 фев	Данные по движению иностр. капитала (США)
17 фев	5-недельный аукцион ЦБ (130 млрд. рублей)
18 фев	Индекс импортно/экспортных цен (США)
18 фев	Статистика по количеству новостроек в США
18 фев	Данные по пром. производству в США
19 фев	Индекс цен производителей (США)

### Рынок еврооблигаций

- Рынки завершили неделю на минорной ноте. Сегодня в США выходной (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- О налогах, беззалоговых аукционах и валютных интервенциях ЦБ
- На «вторичке» покупки. Спортмастер и Инком-Лада удивили (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Moody's снизило рейтинг автодилера Рольф до B1, прогноз – 'Негативный'. Нам удалось побеседовать CFO компании (стр. 4)
- S&P изменило на 'Негативный' прогнозы рейтингов ряда российских металлургов, в т.ч. Норильского Никеля (BBB-). Падение цен на металлы, по мнению S&P, приведет к резкому снижению операционного денежного потока и роста долговой нагрузки компании. Мы согласны с этим, но, в то же время считаем, что Норникелю удастся управлять долговой нагрузкой за счет сокращения инвестиций. Риски по короткому выпуску GMKNRU 08 (8%), на наш взгляд, невысоки.
- Moody's снизило рейтинг угольной компании Распадская на 1 ступень до B1, прогноз – 'Стабильный'. По мнению агентства, снижение цен на уголь и ослабление платежной дисциплины клиентов приведут к росту долговой нагрузки Распадской до 2-2.5x в 2009 г., что не соответствует рейтинговой категории Ba3. Вместе с тем, Moody's отмечает высокую эффективность компании, которая должна помочь справиться с временными трудностями. На наш взгляд, должно произойти нечто чрезвычайное для того, чтобы кредитный профиль Распадской начал вызывать опасения. По итогам 1-го полугодия 2008 г., соотношение Чистый долг/EBITDA у компании составило менее 0.5x, а рентабельность по EBITDA превысила 70%! Практически весь долг компании на эту дату состоял из длинного выпуска еврооблигаций RASPAD 12 (26%).
- S&P поместило в список на возможное понижение рейтинги ряда украинских банков, в т.ч. Альфа-банка Украина (B). В одном из крупных банков страны – Надра – уже введены временная администрация и мораторий на выплаты кредиторам. Макроэкономическая ситуация на Украине сейчас весьма нестабильна.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.89	+0.10	+0.69	+0.68
EMBI+ Spread, бп	656	-22	-14	+417
EMBI+ Russia Spread, бп	609	-30	-75	+462
Russia 30 Yield, %	9.26	-0.12	-0.45	-0.59
ОФЗ 46018 Yield, %	11.93	-1.72	-1.82	+3.48
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	389.2	-22.0	-127.2	-479.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	107.7	+15.4	-80.8	-7.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-530.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	11.17	+0.59	-	-
RUR/Бивалютная корзина	39.08	-0.30	+2.29	+4.27
Нефть (брент), USD/барр.	44.8	+0.1	-0.3	-0.8
Индекс РТС	624	+13	+33	-8

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### РЫНКИ ЗАВЕРШИЛИ НЕДЕЛЮ НА МИНОРНОЙ НОТЕ

Индекс **Dow Jones** в пятницу снизился примерно на 1%. Наверное, самой «громкой» новостью стал огромный убыток банка **HBOS** за 2008 год, который напомнил о все еще значительных рисках в банковской системе. В пятницу именно акции финансовых институтов стали камнем, потянувшим индексы вниз. Помимо этого, инвесторы были разочарованы весьма слабым **индексом уверенности потребителей Michigan Confidence**.

Вместе с тем, несмотря на поток негативных новостей, доходности **US Treasuries** в пятницу выросли: 10-летние ноты завершили день на отметке 2.89% (+10бп). Насколько мы понимаем, после одобрения **Конгрессом США** единого «**плана Обамы**» стоимостью 787 млрд. долл. (кстати, фактически новость была проигнорирована рынком акций), на первый план вновь вышла проблема большого «навеса» нового предложения **US Treasuries**.

Сегодня американские рынки будут закрыты из-за праздника (**President's Day**). В связи с этим активность инвесторов в других частях света, вероятно, будет весьма низкой.

### EMERGING MARKETS

Движение котировок еврооблигаций стран **Emerging Markets** в пятницу носило разнонаправленный характер. В целом же, цены немного подросли, а спрэд **EMBI+** сузился на 22бп до 656бп. Из-за разницы во времени далеко не все успели в полной мере «отыграть» рост доходностей **UST**.

Цена российского бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 9.26%) в пятницу выросла примерно на 50-70бп, вернувшись на уровень выше 90пп. Спрэд к **UST** сократился до 637бп (-23бп). Снижение котировок корпоративных еврооблигаций приостановилось, что наверняка хотя бы отчасти связано с динамикой курса рубль/доллар (укрепление рубля было остановлено **Центробанком**, см. ниже). Пожалуй, единственным исключением остаются евробонды банка **Русский стандарт**: цены длинных выпусков снизились в пятницу еще примерно на 1.5пп.

## Рынок рублевых облигаций

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

### *О НАЛОГАХ, АУКЦИОНАХ И ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЯХ ЦБ*

Итак, начинается период налоговых выплат (сегодня компании перечисляют часть **акцизов, ЕСН**). **Центробанк** объявил, что на этой неделе проведет 3 беззалоговых аукциона общим объемом 430 млрд. рублей ([http://cbr.ru/pw.aspx?file=/press/iff/090213\\_124537auction-kredi.htm](http://cbr.ru/pw.aspx?file=/press/iff/090213_124537auction-kredi.htm)): 6-месячный аукцион на 275 млрд. рублей назначен на пятницу, когда как раз предстоит уплата трети **НДС** за 4-й квартал 2008 года. Впрочем, банкам также предстоит вернуть регулятору порядка 130 млрд. рублей, привлеченных ранее, поэтому чистый приток ликвидности ожидается не столь уж значительным.

Что касается пятничных валютных торгов, то утром курс корзины «протестировал» отметку 39.00 рублей, после чего, как мы и предполагали, вмешался **ЦБ**: по нашим оценкам, регулятор купил около 1 млрд. долл. Большую часть дня стоимость бивалютной корзины колебалась около 39.10 рублей. На наш взгляд, **Центробанк** будет препятствовать излишнему укреплению рубля и на этой неделе, если вдруг продажи валюты на фоне налоговых платежей вновь опустят стоимость корзины ниже 39.00.

Усилиями ЦБ ставки **overnight** к концу недели превысили 11%. Так, в пятницу на утреннем аукционе ставка прямого репо составила 11.78% (+1.18пп по сравнению с понедельником). Вместе с тем, суммарный объем предоставления средств в рамках этих операций сократился к концу недели до 153.5 млрд. рублей (-53.2 млрд.).

### *НА «ВТОРИЧКЕ» ПОКУПКИ. СПОРТМАСТЕР И ИНКОМ-ЛАДА УДИВИЛИ*

Активность покупателей в рублевых облигациях продолжает расти. Практически каждый день «выстреливают» один-два выпуска. Например, по итогам пятничных торгов можно отметить облигации **Ситроникс-1** (УТР 48.34%, +1.7пп) и **Транскредитбанк-2** (УТР 16.14%, +50бп). Продолжается последовательное укрепление котировок **АИЖК** и **ЛК Уралсиб**.

В пятницу компания **Спортмастер** объявила, что выставляет по облигациям дополнительную оферту в начале марта с целью окончательно выкупить весь 3-миллиардный заем (сейчас на балансе компании порядка 65%). Это решение, скорее всего, понравится инвесторам.

Мы также хотели бы обратить внимание на выпуск **Инком-Лада-2**, но уже по менее приятной причине. Помимо того, что в пятницу компания не исполнила оферту, не была определена очередная ставка купона. Насколько мы понимаем, это первый подобный прецедент на рублевом долговом рынке. Сейчас, вероятно, облигации будут котироваться на ММВБ как дисконтные до конца срока обращения.

## Moody's снизило рейтинг Рольфа до B1/Негативный; мы побеседовали с CFO

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

Moody's весьма четко обосновало свое действие в отношении рейтинга Рольфа: резкое падение спроса на автомобили в России наверняка приведет к ухудшению показателей долговой нагрузки и росту риска нарушения ковенант. А такие факторы как кризис ликвидности и девальвация, лишь усложняют для Рольфа задачу управления платежеспособностью.

Мы побеседовали сегодня утром с финансовым директором (CFO) компании А.Гуниным. Конечно же, его позиция весьма оптимистична (ничего другого мы и не ожидали услышать). Рольф еще с октября 2008 г. «включил» режим антикризисного управления, сократив операционные (штат, оплата труда и т.п.) и инвестиционные затраты. Кроме того, компания начала активно управлять запасами, резко снизив закупки новых автомобилей. Наконец, Рольф ведет интенсивные переговоры с банками о продлении кредитных линий. Стратегия компании направлена на снижение долговой нагрузки (вопрос в том, как это сделать).

Несмотря на то, что Рольф нам очень симпатичен как лидер в секторе авторитейла и в особенности как компания с относительно высоким качеством корпоративного управления, мы считаем кредитный риск по облигациям ROLFGP 10 (цена 25%; доходность 180%) достаточно высоким. Прогнозируемость операционной среды (visibility) крайне низка. Никто не знает, насколько глубоким может быть спад объемов продаж иномарок (падение доходов, девальвация, паралич автокредитования, повышение пошлин). Ликвидность компании (более 200 млн. долл. на 1 января) может достаточно быстро испариться из-за роста запасов и/или нежелания банков продлевать кредитные линии.

На наш взгляд, несмотря на формально хорошую структуру долга с точки зрения сроков погашения, весь долг Рольфа аналитически можно воспринимать как короткий: при желании кредиторы могут зацепиться за те или иные ковенанты и потребовать досрочного погашения длинных линий. А если банки согласятся на пролонгацию/реструктуризацию, то они могут потребовать от компании также реструктурировать и облигационный заем (правда, г-н Гунин сказал, что пока кредиторы не выходили с такими требованиями).

Мы заинтересовались у CFO, почему, если компания чувствует себя хорошо, она не выкупает с рынка свои еврооблигации. Ведь основной бизнес Рольфа не может похвастаться рентабельностью в 150-200% годовых. Насколько мы поняли, для этого есть определенные препятствия, которые связаны с отношениями с другими кредиторами. В то же время, г-н Гунин не исключил, что в будущем решение о buy-back'e может быть принято.

По итогам 2008 г., Рольф предварительно оценивает выручку на уровне 4.6 млрд. долл., показатель EBITDA – около 360 млн. долл. Долг компании составляет около 800 млн. долл., что не включает в себя торговое финансирование производителей (около 400 млн. долл., есть неиспользованный лимит). Условия выпуска еврооблигаций жестко ограничивают соотношение Чистый долг/EBITDA Рольфа на уровне 3.0x. Очевидно, что в 2009 г. риск нарушения этого условия достаточно велик.



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

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

#### Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

#### Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

#### Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

#### Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
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 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.