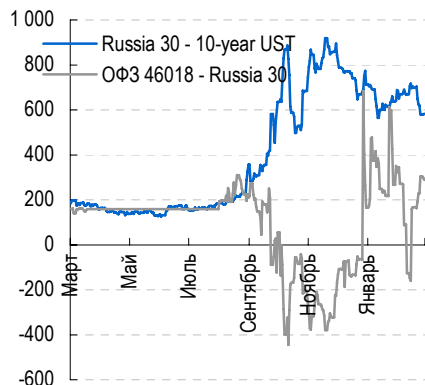


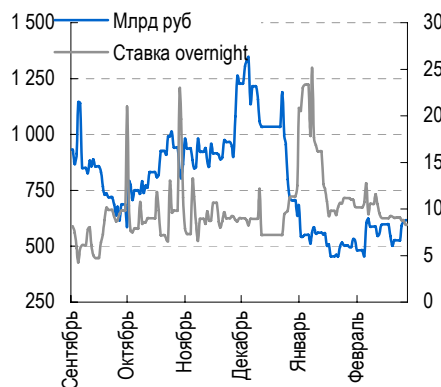
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 19 марта 2009 г.

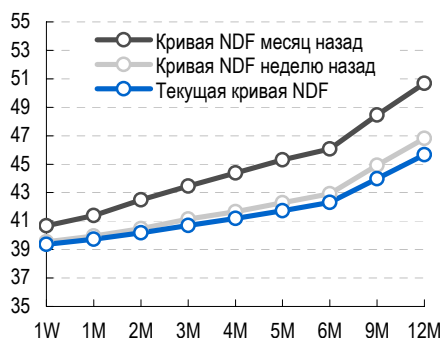
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

19 мар	Еженедельные цифры по безработице в США
19 мар	Индекс опережающих индикаторов (США)
23 мар	Данные по вторичному рынку жилья (США)
25 мар	Заказы на товары длит. пользования (США)
25 мар	Продажи новостроек в США
26 мар	Окончательные цифры по ВВП США за 4-й кв.
26 мар	Данные по безработице в США
27 мар	Доходы/расходы домохозяйств США

Рынок еврооблигаций

- **Бернанке** сел в вертолет. В **ЕМ** покупки. В корпоративном сегменте отличились выпуски **ТНК-ВР** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- **ЦБ** может начать покупки валюты. Крепкий рубль помог **Москве** разместиться (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **ХКФБ (Ва3/В+)**: в отчетности за 2008 г. есть хорошие и плохие новости (стр. 3).
- **ВБД (Ва3/ВВ-)** показал приличные результаты за 2008 г. по МСФО. Рентабельность по EBITDA остается на сравнительно высоком уровне (12.8%). Благодаря эффективному управлению оборотным капиталом и сдержанной инвестиционной политике ВБД демонстрирует позитивный свободный денежный поток и продолжает сокращать долговую нагрузку. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» по итогам 2008 г. составило 1.1x. Мы полагаем, что ВБД благополучно переживет кризис. Бизнес по производству продуктов питания в России должен чувствовать себя неплохо, тем более после девальвации рубля. К облигациям ВБД-2 (19%) мы относимся нейтрально.
- **Fitch** снизило рейтинг **НКНХ** на 1 ступень до 'В' и поместило его в список **RatingWatch с негативным прогнозом**. Агентство обеспокоено ухудшением финансовых метрик компании из-за падения спроса на продукцию нефтехимии. Fitch ожидает снижения рентабельности и роста долговой нагрузки НКНХ, а также видит риск нарушения ковенант. На наш взгляд, кредитный профиль компании не так уж и плох. По нашим оценкам, по итогам 2008 г. соотношение «Долг/EBITDA» составило около 1.5x. В 2009 г. оно может ухудшиться до 3-4x из-за снижения рентабельности и переоценки долга в иностранной валюте. Однако структура долга по срокам погашения весьма благоприятна (рублевый выпуск с офертой в марте 2009 г., далее еврообонды с офертой в декабре 2010 г., остальное – длинные кредиты HSBC и SACE). Компания предпринимает серьезные усилия для сокращения издержек. На наш взгляд, доходность по еврооблигациям НКНХ 15_10 (около 40-50%) адекватна кредитному риску.
- **Вкратце: Газпромбанк (Ваа2/ВВ+)** привлек субординированные депозиты на 30 млрд. руб. от ВЭБа и своих акционеров.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.54	-0.47	-0.35	+0.33
EMBI+ Spread, бп	663	+26	-51	-27
EMBI+ Russia Spread, бп	617	+41	-52	-126
Russia 30 Yield, %	8.96	+0.12	-0.36	-0.89
ОФЗ 46018 Yield, %	11.94	+0.21	-0.88	+3.49
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	405.6	-24.2	-29.4	-463.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	178.8	-8.6	+88.2	+13.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-8.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.33	-0.46	-2.84	1.13
RUR/Бивалютная корзина	39.09	-0.08	-1.63	+4.29
Нефть (брент), USD/барр.	47.7	-0.5	+4.4	+2.1
Индекс PTC	651	-15	+42	+19

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

БЕРНАКЕ СЕЛ В ВЕРТОЛЕТ

Полагаем, что большинство наших читателей уже в курсе главной новости вчерашнего дня: **ФРС** анонсировала начало покупок **US Treasuries**; пока – на 300 млрд. долл. Таким образом, начинается необеспеченная долларовая эмиссия в чистом виде – занятие, которое глава **ФРС** по прозвищу «**Helicopter Ben**» считает допустимым инструментом для борьбы с дефляцией и разморозки кредитных рынков. Последствиями заявления **ФРС** стало резкое падение доллара на **FOREX**, а также стремительное снижение доходности **UST** на 25-50бп. Рынок акций, открывшийся заметным снижением индексов, получил дополнительный «витамин роста»: индекс **Dow Jones** прибавил, по итогам дня, 1.2%.

В пресс-релизе **FOMC** речь также идет об увеличении вложений в ипотечные бумаги и облигации федеральных агентств (в первую очередь, речь идет о **Freddie&Fannie**) – 750 и 200 млрд. долл., соответственно (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>). Кстати, на сайте **Нью-Йоркского банка ФРС** есть дополнительная информация о самом механизме интервенций в **UST** (<http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2009/ma090318.html>). В частности, выкуп бумаг **ФРС** будет осуществляться в виде аукционов среди первичных дилеров с периодичностью 2-3 раза в неделю. Первый аукцион состоится в конце следующей недели. Интервенции будут проходить, фактически, во всех бумагах от 2-х до 10-ти лет, включая **TIPS**.

Итак, похоже, борьба с беспрецедентным кризисом перемещается на качественно новый этап. Переход США к политике «количественного ослабления» (QE) дает карт-бланш другим странам. Интересно, насколько быстро к QE перейдет **Европейский ЦБ**?

EMERGING MARKETS: ПОКУПКИ, ТНК-ВР

Из-за разницы во времени из всех **ЕМ** только еврооблигации стран **Латинской Америки** имели вчера возможность отреагировать на решение **FOMC**: их цены выросли примерно на 1-2пп. Впрочем, движение в **UST** было существенно более «резким», поэтому спрэд **EMBI+** вчера расширился до 663бп (+26бп).

Российский выпуск **RUSSIA 30** (YTM 8.96%) оказался как раз одним из «отставших». На фоне дневного снижения индексов акций в **США** и **Европе** его цена вчера опустилась до 92пп (-5/8). Понятно, что сегодня котировки **RUSSIA 30** вырастут. В корпоративном сегменте активность низка. Вчера мы обратили внимание на покупки вдоль всей кривой **TNK-BP** на новостях о вероятном повышении рейтинга компании по версии S&P (см. наш вчерашний комментарий).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЦБ МОЖЕТ НАЧАТЬ ПОКУПКИ ВАЛЮТЫ

Ослабление доллара и ралли на рынках (в т.ч. сырьевых) оказывают поддержку курсу российской валюты. После небольшой волатильности в среду, сегодня мы опять вплотную приблизились к уровню поддержки ЦБ: корзина торгуется около 39.00. По нашим оценкам, Банк России начнет покупать валюту на уровне 38.90-39.00. Ставки **overnight** вчера оставались на уровне 8-9%.

КРЕПКИЙ РУБЛЬ ПОМОГ МОСКВЕ РАЗМЕСТИТЬСЯ

По мере того, как рубль демонстрирует свою «силу», а ставки денежного рынка остаются на сравнительно низком уровне, интерес к рублевым облигациям продолжает расти.

В связи с этим весьма показательным стало вчерашнее размещение выпуска **Москва-59**. После нескольких неудачных попыток, предпринятых с начала года, городским властям удалось-таки разместить годовые облигации на 5.59 млрд. рублей с доходностью 15.97%. Традиционно высоким вчера был спрос на «нетоксичные» бумаги **2-го эшелона**.

Отчетность ХКФ Банка (Ba3/B+) за 2008 г. производит смешанное впечатление

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

Вчера ХКФБ распространил свою отчетность по международным стандартам за 2008 г. Хорошие новости состоят в том, что банк остается прибыльным (большинство показателей рентабельности улучшилось) и хорошо капитализированным, а также в том, что все валютные риски у ХКФБ заехеджированы, поэтому никаких убытков от девальвации он не понес. Но есть и плохие новости – качество ссудного портфеля продолжает ухудшаться. На первый взгляд, уровень просрочки, о котором отчитывается компания, снизился – с 12.1% в 2007 г. до 9.5% в 2008 г. Однако если бы банк не списывал плохие ссуды, то доля просрочки выросла бы до 18% (см. табл.).

Финансовые метрики ХКФ Банка

млн. руб., МСФО	2007 г.	9 мес. 2008 г.	2008 г.
Чистая прибыль	1 977	2 344	3 659
Активы	81 393	95 436	113 459
Капитал	14 940	17 284	20 598
ROAE	3.1%	2.7%	3.8%
ROAA	15.9%	14.5%	20.6%
Total capital adequacy ratio	19.80%	18.90%	20.60%
Нетто ссудный портфель	62 085	73 595	73 820
Резервы, сформированные в отчетном периоде	9 128	8 415	8 812
Списания "плохих" ссуд в отчетном периоде	3 165	7 220	8 845
Просроченные ссуды после списаний	8 638	7 514	7 821
Ссудный портфель до резервов	71 213	82 010	82 632
Доля просрочки	12.1%	9.2%	9.5%
Доля просрочки до списаний	15.9%	16.5%	18.2%

Источник: ХКФБ, оценки МДМ-Банка

Мы несколько обеспокоены тем, что в 2009 г. ХКФБ продолжил наращивать кредитный портфель (см. заметку в Коммерсанте от 27.02). В текущей ситуации резкого ухудшения платежеспособности населения это достаточно рискованная стратегия. Кроме того, мы до сих пор не знаем, насколько глубоки «карманы» материнской PPF Group, поддержка которой является ключевым фактором кредитоспособности банка. Если предположить, что в них еще достаточно ликвидности, то за профиль ХКФБ можно быть относительно

спокойным, и наоборот. Мы нейтрально относимся к еврооблигациям банка на текущих уровнях (доходность около 40%), а рублевые выпуски ХКФ, на наш взгляд, выглядят сравнительно дорого (около 20%).



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 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.