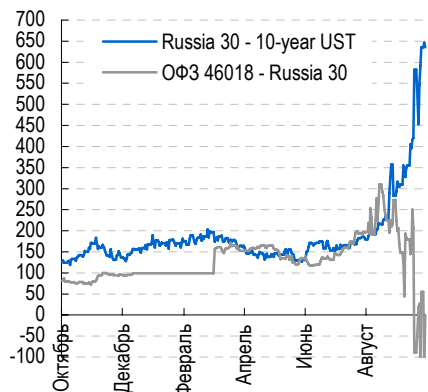


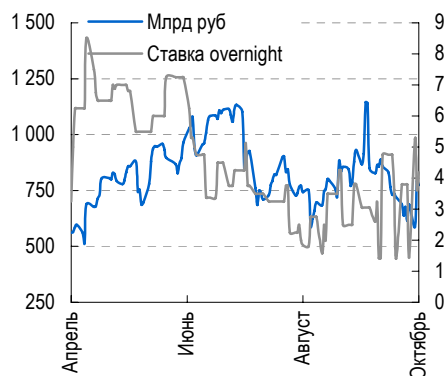
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 22 октября 2008 г.

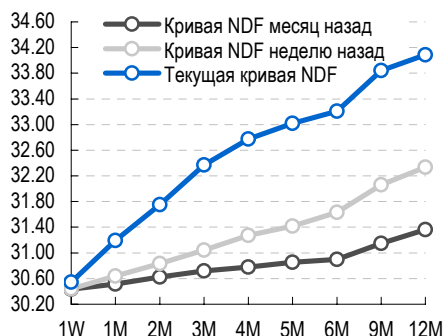
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 окт	Аукционы ОФЗ-46022, ОФЗ-26201
23 окт	Размещение руб.обл. МТС-1
27 окт	Уплата акцизов, НДС
27 окт	Размещение руб.обл. Ханты-Мансийский б.-1
28 окт	Уплата налога на прибыль
29 окт	Статистика по заказам на товары длит. польз.
29 окт	Решение ФРС по ставке
30 окт	ВВП США за 3 кв. 2008г.

Рынок еврооблигаций

- После серии инъекций денежные рынки чувствуют себя лучше
- **Emerging Markets** под угрозой из-за возможного дефолта **Аргентины** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Проблему дефицита рублей удалось решить. Надолго ли?
- ЦБ вновь продает валюту. В рублевых облигациях небольшие улучшения (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **Казаньоргсинтез (В-В/-):** отчетность по МСФО подтвердила опасения (стр. 4).
- **X5 (В1/ВВ-)** может купить активы **АЛПИ (NR)** и продать девелоперское подразделение. Дворкович обещает помочь ритейлерам (стр. 4)
- **Еврохим (NR/ВВ/ВВ)** закрыл сделку по привлечению 4-летнего кредита на 1.5 млрд. долл. Еврохим – одна из тех российских корпораций, которые находятся в отличной «кредитной» форме. Чистый долг Еврохима на середину 2008 г. был отрицательным, при этом компания генерирует мощный операционный денежный поток (годовая EBITDA почти 1 млрд. долл.). Закрыв сделки позитивно в более широком контексте, т.к. сигнализирует о том, что какие-то возможности по привлечению средств на международных рынках капитала у российских компаний все еще остаются.
- **Группа Разгуляй (NR)** заморозила реализацию инвестпроектов на 5 млрд. руб. (Источник: Интерфакс). Фактически, речь идет о том, что программа капвложений на 2008-2009 г. будет сокращена на 35-40%. По нашим оценкам, благодаря этому Разгуляй сможет избежать роста долговой нагрузки. Напомним, что на начало 2008 г. соотношение «Чистый долг/EBITDA» у Разгуляя составляло около 2.4х, но летом компания удачно «успела» провести допэмиссию акций и привлечь в капитал почти 300 млн. долл. По нашим оценкам, в результате долговая нагрузка опустилась ниже 2х.

- **Вкратце: Государство намерено выкупить у застройщиков квартиры, по которым нет заключенных договоров с гражданами** (Источник: Ведомости). Насколько мы поняли, пока это лишь идея – четкого плана ее реализации нет.

- **Вкратце: Национальный банк ТРАСТ (В1/В-) погасил LPN на 50 млн. долл.** Безусловно, это хорошая новость для кредиторов банка.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Заккрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.74	-0.10	-0.07	-0.29
EMBI+ Spread, бп	689	+43	+334	+450
EMBI+ Russia Spread, бп	570	-1	+295	+423
Russia 30 Yield, %	10.09	-0.22	+3.45	+4.58
ОФЗ 46018 Yield, %	10.07	+1.12	+0.70	+3.60
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	684.4	-28.6	-120.2	-204.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	89.1	+11.2	+27.2	-25.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-275.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	10.33	-10.67	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.33	+0.17	-0.01	+0.60
Нефть (брент), USD/барр.	69.7	-2.3	-29.9	-24.2
Индекс РТС	717	+17	-579	-1574

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ПОСЛЕ СЕРИИ ИНЪЕКЦИЙ ДЕНЕЖНЫЕ РЫНКИ ЧУВСТВУЮТ СЕБЯ ЛУЧШЕ

Власти **США** и **Европы** продолжают активно претворять в жизнь политику стимулирования финансовых рынков:

- **ЕЦБ** вчера провел 2 аукциона, предложив банкам неограниченное количество долларовых кредитов сроком на 28 дней; итоговый объем размещения составил 125 млрд. долл.;
- **Банк Англии** на аукционах предоставил британским банкам кредиты на сумму 26 млрд. долл.;
- **Правительство Франции** объявило, что намерено выделить порядка 10.5 млрд. евро в виде субординированных кредитов шести крупнейшим банкам страны;
- **ФРС** запускает анонсированную ранее программу **Money Market Investor Funding Facility** на 540 млрд. долл., в рамках которой будет создано несколько SPV для выкупа у *money market* фондов коротких (до 90 дней) долговых обязательств компаний и банков с высокими рейтингами. Предполагается, что программа продлится до 30 апреля.

На этом фоне ставки МБК вернулись к уровню середины сентября (до объявления о банкротстве **Lehman Brothers**):



Несмотря на улучшение ситуации на денежных рынках, индексы акций вчера снижались. Вероятно, довольно слабая отчетность таких компаний, как **Texas Instruments** и **Sun Microsystems**, вновь напомнила инвесторам о рисках рецессии. Кроме того, глава Банка Англии четко дал понять, что в **Великобритании** начинается рецессия. По итогам дня, индекс **Dow Jones** упал на 2.50%. На этом фоне доходность **10-летних UST** вчера снизилась до 3.74% (-106п).

ЦЕНТРОБАНКИ ВНОВЬ НАЧИНАЮТ СНИЖАТЬ СТАВКИ

Вчера **Банк Канады** снизил процентную ставку на 25бп до 2.25%. Как отмечалось в заявлении, на принятие данного решения повлияло несколько факторов: мировой финансовый кризис, перспектива мягкого экономического спада и резкое снижение цен на сырье. Также было отмечено, что скоординированные действия правительств помогут уменьшить эффект от кризиса и позволят быстрее выйти из него. Напомним, что на следующей неделе 28-29 октября пройдет заседание **ФРС**, на котором **FED RATE** может быть вновь снижена. Согласно рынку фьючерсов, 100% инвесторов ожидают снижения ставки, как минимум, на 25бп.

EMERGING MARKETS ГРОЗИТ ДЕФОЛТ АРГЕНТИНЫ

Спред **EMBI+** вчера расширился еще на 426п до 6896п, обновив 5-летний максимум. «Хуже рынка» смотрелись еврооблигации **Аргентины** и **Эквадора**, спреды которых расширились почти на 250бп. Насколько мы понимаем, в обоих случаях инвесторы опасаются суверенного дефолта. Так, вчера стало

известно, что в качестве экстренных мер президент **Аргентины** подписал законопроект, согласно которому 10 частных пенсионных фондов могут быть национализированы. В этом случае правительство получит доступ к счетам объемом около 30 млрд. долл., что должно помочь избежать второго за последнее десятилетие дефолта. Очевидно, что в случае дефолта **Аргентины** пострадают все **Emerging Markets** – спрэды расширятся, а отток капитала усилится. **CDS**-спрэды на **Аргентину** сегодня утром превышают 3000бп (30пп).

Российские еврооблигации на общем фоне вчера пользовались благосклонностью инвесторов. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 10.09%) подрос в цене более чем на 1пп до 86 1/4пп, спред к **UST** сузился до 635бп (-10бп). В корпоративном сегменте во многих облигациях появился осторожный спрос, в частности, мы видели интерес к бумагам **1-го эшелона** (**ВТБ**, **Газпром**, **Сбербанк**, **Банк Москвы**). Однако спрэды bid-offer все еще очень широки, поэтому объем сделок нельзя назвать сколько-нибудь существенным.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: ПРОБЛЕМУ ДЕФИЦИТА РУБЛЕЙ УДАЛОСЬ РЕШИТЬ. ПОКА

Инъекция ликвидности в виде первого беззалогового аукциона, проведенного в понедельник, продолжает оказывать положительный эффект на денежный рынок. Вчера ставки **overnight** большую часть дня находились ниже 10%, а к вечеру и вовсе опустились до 4-5%. Также немного сократился и объем операций **прямого репо** с ЦБ (-6.5 млрд. рублей). В соответствии с нашими ожиданиями, 5-недельный депозитный аукцион **Минфина** пользовался неплохим спросом - банки заняли 162.4 млрд. рублей под 8.39%. Большая часть этих средств пойдет на возврат ранее привлеченных депозитов тому же **Минфину** и **Госкорпорации ЖКХ** (около 157 млрд. руб.).

Однако есть проблема: поступающие в систему рубли продолжают использоваться для покупки валюты. Стоимость бивалютной корзины вчера вернулась к офферу ЦБ, и регулятор, по оценкам наших дилеров, вынужден был продать порядка 1.2 млрд. долл.. Кстати, вчера сразу три высокопоставленных чиновника (министр финансов **А.Кудрин**, замминистра финансов **С.Шаталов** и первый вице-премьер **И.Шувалов**) сказали, что девальвации рубля не планируется. Насколько мы понимаем, в правительстве все больше растет озабоченность по поводу паники среди населения и корпораций, напуганных слухами о грядущей девальвации. К сожалению, ралли доллара на FOREX, из-за которого стабильный против корзины рубль слабеет по отношению к американской валюте, а цена на нефть падает, не помогает рассеивать такие слухи.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ: ЧУТЬ ЛУЧШЕ

Смягчение ситуации с рублевой ликвидностью положительно сказывается на долговом рынке. Эффект не сказать, чтобы очень масштабный, и выражается, главным образом, в увеличении спроса на отдельные облигации (в частности, короткие банковские выпуски **1-го эшелона** и даже отдельные бумаги во **2-м эшелоне**). Впрочем, покупатели в нынешних условиях во всей полноте осознают свою «силу», поэтому ставят «биды» неагрессивно, и цены остаются на прежнем уровне, либо продолжают медленно сползать вниз.

Вчера стало известно, что компания **Русские масла** выплатила с опозданием на 18 дней купон по своим облигациям 2-й серии, пообещав расплатиться с инвесторами в рамках оферты до конца октября этого года.

Казаньоргсинтез (NR/B-/B-): опасения подтвердились

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Сегодня мы наконец-то получили отчетность Казаньоргсинтеза по МСФО за 1-е полугодие. Напомним, что вчера мы опубликовали комментарий «по мотивам» пресс-релиза компании, в котором она объясняла снижение рентабельности в январе-июне 2008 г.

Итак, наши опасения подтвердились – снижение операционной прибыли в сочетании с интенсивными капвложениями привели к росту долговой нагрузки до критических уровней (см. табл.), а угроза очередного нарушения ковенанты выпуска еврооблигаций («Долг/EBITDA» не более 6х) стала вполне реальной. Из-за агрессивной инвестиционной политики и непрозрачной схемы ценообразования на сырье и продукцию, кредитный профиль компании стал чрезвычайно уязвимым, особенно в текущих условиях повышенных рисков рефинансирования. Мы не удивимся, если контролирующий акционер КОСа (ТАИФ) пожелает продать этот актив (ранее интерес к нему проявлял СИБУР).

Пока же мы продолжаем считать, что инвесторам стоит воздерживаться от увеличения позиций в длинных еврооблигациях KZOSRU 11 ($\approx 20\text{-}25\%$).

Ключевые финансовые показатели ОАО «Казаньоргсинтез»				
	РСБУ		МСФО	
млн. руб.	2007 г.	1пол.2008 г.	2007 г.	1пол.2008 г.
Выручка	21 456	12 392	21 194	12 102
EBITDA	4 884	1 802	4 566	1 797
Чистая прибыль	2 604	552.4	2 554	291
Чистый долг	20 446	24 907	20 725	25 610
Собственный капитал	13 100	12 878	15 136	14 653
Активы	38 659	42 180	41 920	45 978
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	22.8%	14.5%	21.5%	14.9%
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	4.2x	6.9x	4.5%	7.1x
Чистый /Собственный капитал (x)	1.6x	1.9x	1.4x	1.7x

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

X5 (B1/BV-) может купить активы АЛПИ (NR); продать девелоперские активы

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

Крупнейшая розничная сеть X5 (B1/BV-) может приобрести часть портфеля недвижимости сибирской сети АЛПИ (NR) за 240 млн. долл. На оставшуюся часть портфеля претендует французская сеть Auchan (Источник: Коммерсантъ). Ране X5 декларировала планы возможного поглощения конкурентов, испытывающих финансовые затруднения, поскольку такие сделки подразумевают под собой серьезный дисконт. Для финансирования сделки X5 планирует привлечь обещанную правительством кредитную линию от госбанков. Кроме того, X5 значительно сокращает капрасходы, оптимизирует численность персонала и планирует продать девелоперское подразделение.

В августе розничная сеть АЛПИ не смогла исполнить обязательства по облигациям на сумму 1.5 млрд. руб. В последние дни выпуск торговался по 10-20% от номинала. В случае, если X5 действительно приобретет часть активов АЛПИ, шансы на благополучное исполнение сибирской сетью своих обязательств по облигациям возрастут. Тем не менее, кредитный риск АЛПИ мы пока воспринимаем как высокий. Прежде, чем думать о покупке облигаций, инвесторы должны удостовериться, что сделка действительно планируется, что средства от продажи недвижимости поступят в компанию и что их будет достаточно для исполнения всех обязательств с наступающими или наступившими сроками погашения.

Кстати, помощник президента А. Дворкович вчера заявил, что российские продуктовые и аптечные сети получают кредиты и налоговые послабления для минимизации последствий мирового финансового кризиса.



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 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.