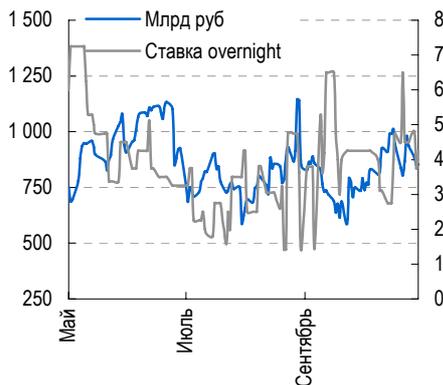


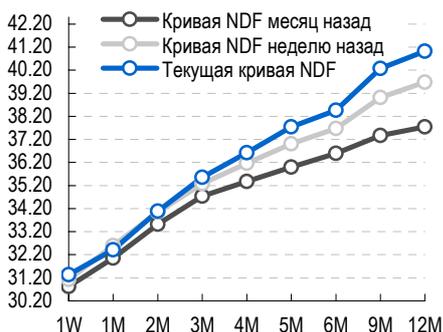
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

26 ноя	Статистика по заказам на товары длит. польз.
26 ноя	Индекс потреб. доверия U.Michigan
28 ноя	Уплата налога на прибыль
1 дек	Индекс ISM в промышленности
3 дек	Индекс ISM в сфере услуг
3 дек	"Бежевая книга" ФРС
4 дек	Статистика по промышленным заказам
5 дек	Nonfarm Payrolls за ноябрь

Рынок еврооблигаций

- ФРС заряжает еще 800 млрд. долл.; ЕМ вчера были в фаворе
- Правильный buy-back от Банка Ренессанс Капитал (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ второй день подряд не тратил резервы
- ЮТК в Ломбардном списке (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- S&P снизило рейтинг АК АПРОСА на 1 ступень до «ВВ-»; не исключает дальнейшего снижения рейтинга (стр. 4).
- Топ-менеджер ХКФБ (Ва3/В+) дал оптимистичное интервью, а материнская группа банка входит в очередной крупный проект (стр. 4)
- ЛСР (В1/NR/В+) и Банк Возрождение (Ва3/ВВ-) по итогам 3-го квартала все было неплохо. (стр. 5-6)
- Все топ-10 крупнейших продуктовых розничных сетей смогут получить кредиты в госбанках. Таков итог заседания, проведенного вчера первым вице-премьером И.Шуваловым (Источник: Ведомости). На наш взгляд, сейчас в облигациях ритейлеров наиболее интересно смотрится выпуск Копейка-2 (130% к оферте в феврале 2009 г).
- ВымпелКом (Ва2/ВВ+) отчитался о хороших результатах за 9 мес. 2008 г. по US GAAP. Соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА годовая» составляет 1.6х. Компания объявила о том, что резко сократила инвестиционный бюджет и заехджировала валютные риски. Мы не беспокоимся за кредитный профиль ВымпелКома. Структура долга компании с точки зрения графика погашения весьма благоприятна. Кроме того, бизнес по предоставлению услуг сотовой связи не должен значительно пострадать в ходе кризиса.
- Вкратце: Авиакомпания КД Авиа (NR) может приостановить свою деятельность из-за финансовых проблем, а в отношении мясной компании Парнас-М (NR) начата процедура банкротства (Источник: Интерфакс). По нашему мнению, шансы держателей облигаций этих компаний вернуть свои инвестиции сейчас весьма призрачны.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.11	-0.22	-0.58	-0.92
EMBI+ Spread, бп	700	-19	-165	+461
EMBI+ Russia Spread, бп	734	-13	-38	+587
Russia 30 Yield, %	10.77	-0.41	-1.60	+5.26
ОФЗ 46018 Yield, %	8.48	+0.02	+0.11	+2.01
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	678.7	+83.0	+172.6	-209.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	175.9	-76.7	-53.8	+61.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	72.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	11.33	-1.84	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.92	0	+0.55	+1.19
Нефть (брент), USD/барр.	50.4	-3.5	-11.7	-43.5
Индекс РТС	693	+68	+144	-1598

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ФРС ЗАРЯЖАЕТ ЕЩЕ 800 МЛРД. ДОЛ.

Финансовые рынки вчера сохранили позитивный настрой. Основной источник оптимизма – щедрость регуляторов **США**, бросающих все новые деньги на спасение экономики и финансового сектора. Вслед за новостями о беспрецедентных мерах по поддержке **Citigroup**, **ФРС США** вчера объявила о намерении потратить 600 млрд. долл. на покупку долговых обязательств ипотечных и жилищных корпораций (в т.ч. **Fannie** и **Freddie**), и еще 200 млрд. долл. – на поддержку потребительского кредитования и кредитования малого бизнеса. Время покажет, насколько эффективными будут новые меры. Отметим, что, согласно данным сайта www.bankrate.com, вчера средняя ставка по 30-летним ипотечным кредитам в **США** снизилась примерно на 1пп (до 5.5%).

Тем временем цены на недвижимость в США продолжают снижаться (вчера вышел **Case-Shiller Index** за сентябрь). Из других макроэкономических данных, опубликованных вчера – падающие розничные продажи и пересмотр оценки роста **ВВП** за 3-й квартал в сторону ухудшения (до -0.5% с прежних -0.3%).

В самом конце торгового дня инвесторы решили-таки снять розовые очки. Индекс **Dow Jones**, прибавлявший по ходу торгов до 8%, закрылся лишь в небольшом плюсе (+0.43%).

Облигационные инвесторы, похоже, придали большее значение статистике: доходности **US Treasuries** вчера заметно снизились, **10-летняя нота** завершила день на отметке 3.11% (-22бп). Кроме того, вероятно, известие о вливании дополнительной ликвидности многие расценили как еще один повод ожидать продолжения мягкой денежно-кредитной политики и дальнейшего снижения **FED RATE**.

Завтра в США празднуется **День благодарения**, поэтому американские торговые площадки будут закрыты.

EMERGING MARKETS ВЧЕРА ВНОВЬ БЫЛИ В ФАВОРЕ

Рынок еврооблигаций **Emerging markets** вчера продолжил наслаждаться ростом глобального аппетита к риску: спрэд **EMBI+** сузился еще на 19бп до 700бп (и это несмотря на рост **UST**). В российском сегменте выпуск **RUSSIA 30** (YTM 10.77%) подрос в цене примерно на 1 3/4 до 83 1/4, а спрэд опустился до 766бп (-19бп). Корпоративные выпуски вновь пользовались спросом (**TRUBRU 09** и другие короткие облигации).

Сегодня утром ключевые индексы акций снижаются, поэтому разумно предполагать определенный разворот в облигациях **EM** после ралли.

ПРАВИЛЬНЫЙ BUY-BACK ОТ БАНКА РЕНЕССАНС КАПИТАЛ

Вчера **Банк Ренессанс Капитал (В-)** сообщил, что планирует провести публичный аукцион (голландский) по выкупу у держателей своих долларовых еврооблигаций с погашением в июне 2010 г. Максимальная цена – 49% от номинала, максимальный объем выкупа – 85 млн. долл. по номиналу; заявки принимаются до 5 декабря.

Мы обращаем внимание на то, что сейчас много российских банков занимаются скупкой своих долгов (преимущественно коротких), торгующихся с космической доходностью. Однако совсем немногие делают это в соответствии с «лучшей практикой» – публично и прозрачно (через аукцион). Судя по всему, эмитенты понимают, что вернуться на рынок им удастся не скоро, поэтому не считают в полном объеме соблюдать интересы кредиторов.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: ЦБ ВТОРОЙ ДЕНЬ ПОДРЯД НЕ ТРАТИТ РЕЗЕРВЫ

Ситуация с рублевой ликвидностью вчера осталась довольно напряженной. Ставки **overnight** для банков первого круга держались около 10%, а объем операций **прямого репо** с ЦБ вырос до 265.9 млрд. рублей (+22.75 млрд. рублей). Спрос на 5-недельном беззалоговом аукционе оказался не очень высоким (взяли 35 из 200 млрд. рублей). Однако это скорее отражает переполненность лимитов у тех банков, которым сейчас не хватает ликвидности.

Стоимость бивалютной корзины вчера колебалась около отметки 30.95 рублей. По оценкам наших дилеров, ЦБ в ход валютных торгов не вмешивался. Как подсказывает положительное сальдо операций банков с ЦБ (+72.1 млрд. рублей; сегодня регулятор перечислит средства от аукционов, прошедших в понедельник и вторник) сегодня ситуация может измениться.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ЮТК В ЛОМБАРДНОМ СПИСКЕ

В рублевых облигациях происходит мало интересного. Котировки коротких банковских выпусков **1-го эшелона** (ВТБ-5, ВТБ-6) подросли вчера примерно на 15-25бп. Основным фактором поддержки *blue chips* на долговом рынке по-прежнему остается присутствие «крупного покупателя». Кроме того, вчера мы обратили внимание на выпуск **Белон-2** (УТР 119.12%), где обозначился некоторый спрос со стороны одного или нескольких игроков, благодаря чему его цена вчера выросла примерно на 3пп. Также мы видели интерес к облигациям **АК Сибирь-1** (УТР 496.3%), вероятно, связанный со слухами о возможном переходе компании «под крыло» **Аэрофлота**. Котировки подросли примерно на 3пп, однако реальных сделок было немного.

Вчера ЮТК разослала пресс-релиз, в котором говорится, что выпуски **ЮТК-4** (УТМ 27.09%) и **ЮТК-5** (УТР 27.42%) были включены в **Ломбардный список ЦБ**. Насколько мы понимаем, указание пока не было опубликовано в **Вестнике ЦБ**, поэтому еще не вступило в законную силу. В любом случае, новость, вероятно, окажет некоторую поддержку облигациям компании, хотя их ликвидность оставляет сейчас желать лучшего.

S&P снизило рейтинг АК АЛРОСА до ВВ-; не исключает дальнейших даунгрейдов

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

Среди ключевых причин снижения рейтинга S&P называет слабые финансовые результаты компании, выражающиеся в снижении операционной рентабельности и росте долговой нагрузки. Похоже, что у S&P уже появилась отчетность АК АЛРОСА за 1-е полугодие 2008 г. Рейтинговое агентство приводит следующие данные: EBITDA 13 млрд. руб., EBITDA margin 26%, долг – 108 млрд. руб. Таким образом, соотношение «Долг/EBITDA» выросло до 4.1x с примерно 2.5x по итогам 2007 г. В случае, если S&P увидит, что АЛРОСА предоставляет значительную финансовую поддержку приобретенному недавно (в партнерстве с РЖД) банку КИТ Финанс, рейтинг АЛРОСА может быть вновь снижен. Кстати, в этом рейтинге 1 ступень «добавлена» за господдержку, которую, по мнению S&P, может в случае необходимости получить алмазодобывающая монополия.

Мы считаем, что в среднесрочной перспективе самостоятельные кредитные метрики АЛРОСА будут медленно ухудшаться. Это связано в первую очередь с необходимостью переходить на более дорогую подземную добычу, а также ухудшением конъюнктуры цен на алмазы (предмет роскоши; ключевой рынок – США). Сравнительно недавно АЛРОСА сообщала о планах по сокращению добычи с целью не допустить «затоваривания» и слишком резкого снижения цен на алмазы. В то же время, мы полагаем, что S&P могло бы быть щедрее в оценке степени господдержки компании.

Мы не считаем привлекательными еврооблигации ALROSA 14 (YTM 20%). Причины – ухудшение кредитного профиля компании и длинная дюрация выпуска.

ХКФБ (ВаЗ/В+) излучает уверенность; у материнской PPF большие планы

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

Один из двух ключевых менеджеров ХКФ Банка – управляющий директор Иван Свитек – дал интервью газете Ведомости, в котором рассказал о стратегии банка на период кризиса. Г-н Свитек в основном повторил тезисы, озвученные менеджментом в ходе телеконференции на прошлой неделе. Ниже мы выделили основные моменты интервью.

- Ключевыми направлениями развития ХКФ Банка на период кризиса станут инвестиции в короткие активы: кредитные карты, кредиты наличными, а также POS-кредиты. Выдача ипотеки и автокредитов приостановлена предположительно до конца 2009 г. И.Свитек неоднократно подчеркнул, что банк не собирается сворачивать программы розничного кредитования и готов к традиционному предновогоднему потребительскому буму.
- Банк вплотную занят совершенствованием скоринга и внедрением новой системы риск-менеджмента. Кроме того, ХКФ выводит на рынок линейку депозитных продуктов. В части оптимизации затрат, банк решил приостановить активное развитие розничной сети (на конец года планируется 200 офисов), а также сократил до 10% персонала.
- Банк получает «материнскую» поддержку, как в форме «живых» денег, так и в виде более широких возможностей по привлечению финансирования на рынке. В ближайшее время ХКФБ не планирует новых облигационных займов. Основные источники фондирования – кредиты, депозиты и привлечение средств от материнской группы.

В своих комментариях на прошлой неделе мы уже рассуждали о недостаточной прозрачности PPF Group как одном из ключевых факторов неопределенности при оценке кредитного профиля ХКФБ. Сравнительно недавно PPF произвела несколько крупных инвестиций (НОМОС, Полиметалл, Эльдорадо, Ингосстрах), поэтому ликвидность группы, вероятно, заметно снизилась. В то же время, сегодня Ведомости пишут о том, что PPF вместе со своим партнером – итальянским страховым гигантом Generali – решила создать фонд

прямых инвестиций объемом в несколько миллиардов евро. В принципе, это косвенно указывает на то, что финансовое положение PPF пока не является критическим.

Мы нейтрально относимся к облигациям ХКФБ на текущих уровнях. Вероятно, из-за поддержки котировок самим эмитентом, доходности по коротким выпускам ХКФБ сейчас заметно ниже, чем по бумагам банков со схожим кредитным профилем (Русский Стандарт, РенКап).

Группа ЛСР (B1/NR/B+): нейтральные результаты за 9 месяцев 2008 г.

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

Строительный холдинг ЛСР вчера объявил финансовые результаты за 9 мес. 2008 г. по МСФО. В отличие от данных за предыдущие периоды, результаты за 9 месяцев представлены в долларах США.

Согласно неаудированным данным, в отчетном периоде выручка группы возросла до 1.5 млрд. долл. (+53.4% к аналогичному периоду 2007 г.). Рентабельность по EBITDA в третьем квартале несколько снизилась, в результате EBITDA margin по итогам 9 месяцев составила 25.1% (против 25.8% в 1-м полугодии). Низкое значение чистой прибыли обусловлено крупным убытком от переоценки инвестиционной собственности.

С учетом того, что в июле-сентябре величина совокупного долга ЛСР сократилась (вероятно, размещенный в августе облигационный заем объемом 5 млрд. руб. был полностью направлен на рефинансирование обязательств), долговая нагрузка ЛСР по итогам отчетного периода в терминах «Чистый долг/EBITDA годовая» снизилась до 2.3x (2.6x по итогам полугодия).

В краткосрочной перспективе ЛСР, по нашим оценкам, не будет испытывать проблем с рефинансированием – до конца 1-го квартала 2009 г. группе предстоит погасить 132 млн. долл., в то время как на конец 3-го квартала объем денежных средств на балансе ЛСР составил 126 млн. долл. Напомним, что в конце октября компании удалось привлечь в госбанках (Сбербанке и ВТБ) порядка 225 млн. долл., что также способствует снижению рисков рефинансирования. Учитывая, что до 2-го полугодия 2009 г. у ЛСР нет значимых погашений или оферт, по нашему мнению, для держателей облигаций важное значение будут иметь результаты ЛСР за весь 2008 г. и 1-е полугодие 2009 г. С учетом крайне негативной конъюнктуры, складывающейся в строительной отрасли, на горизонте 6-9 месяцев кредитные метрики ЛСР с высокой вероятностью ухудшатся.

Облигации ЛСР торгуются с доходностью 50-65% в зависимости от срочности. Мы не считаем их привлекательными в связи с ожидаемым ослаблением кредитоспособности заемщика в будущем.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, МСФО

млн. руб.	2007 г.	1-е полугодие 2008 г.	9 мес. 2008 г. (млн. долл.)	9 мес. 2008 г. (млн. руб.)**
Выручка	35 837	22 504	1 500	36 044
ЕБИТДА*	7 903	5 809	377	9 059
Чистая прибыль	9 180	70	44	1 057
Долг	24 152	33 232	1 280	32 315
Чистый долг	15 443	29 732	1 154	29 134
Собственный капитал	42 977	43 103	н.д.	н.д.
Активы	95 753	108 941	н.д.	н.д.
Ключевые показатели				
Рентабельность EBITDA (%)	22.1%	25.8%	25.1%	-
Рентабельность Чистой прибыли (%)	25.6%	0.3%	2.9%	-
Долг/EBITDA (x)	3.06x	2.9x	2.5x	-
Чистый Долг/EBITDA (x)	2.0x	2.6x	2.3x	-
Чистый Долг/Собственный капитал (x)	0.36x	0.7x	н.д.	-

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка. *без учета доходов/расходов от переоценки ** оценка МДМ-Банка

Банк Возрождение (Ваз/ВВ-): неплохие итоги 9 мес. по МСФО

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

Ключевыми изменениями в третьем квартале стали: рост кредитного портфеля на 10% (до 103.2 млрд. руб.) и чистой прибыли на 56% (2.5 млрд. руб.). Качество активов пока остается на высоком уровне – доля просрочки составила 2.3% против 2.2% по итогам первого полугодия 2008 г.

Ликвидную позицию банка подкрепляет большой объем денежных средств на балансе - 16.8 млрд. руб. (12% совокупных активов). Объем клиентских средств в третьем квартале 2008 г. вырос на +3.3%. В то же время, банк отмечает активное снижение депозитов физических лиц в октябре. По данным газеты Ведомости, на конец октября их объем составил 37.7 млрд. руб. (против 56.2 млрд. руб. по итогам третьего квартала).

Очевидно, что дальнейшая динамика кредитного профиля банка будет зависеть от способности менеджмента остановить отток депозитов физлиц (важный источник фондирования), а также от динамики качества кредитного портфеля. Мы не исключаем, что излишне «процикличные» рейтинговые агентства предпримут негативные рейтинговые действия в отношении Возрождения. Очевидно, что тем самым они лишь усугубят и без того непростое положение банка.

Рублевые облигации банка Возрождение торгуются с доходностью около 40% к погашению в марте 2010 г. На наш взгляд, они выглядят весьма переоцененными в общерыночном контексте.



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
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
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
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 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.