

Обзор рынка

Еврооблигации

Во вторник американские казначейские облигации продемонстрировали сильный рост. Неприятие риска оказалось настолько высоким, что доходность трехмесячных T-Bill опускалась ниже нуля, а четырехнедельные бумаги были размещены с нулевой доходностью.

Рублевые облигации

После снижения суверенного рейтинга РФ, международное рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги нескольких российских банков и компаний.

Валютный рынок

Поводом коррекции курса евро относительно доллара стал опубликованный во вторник индекс деловых настроений в Германии. В результате упал и курс рубля к доллару – с 27,96 до 28,04 руб. за доллар..

Новости эмитентов

- РусГидро: результаты за полгода по МСФО

Далее в выпуске

- Soup du Jour: Среда – Развивающиеся рынки
- Карты процентных ставок

Будь в курсе

	Значение	Изменение
Курс доллара ЦБ, руб.	▼ 28,0029	-0,0014
Курс евро ЦБ, руб.	▼ 36,0061	-0,0046
EUR/USD	▼ 1,2827	-0,0071
MIACR на 1 день, %	▲ 7,46	0,420
Остатки на счетах в ЦБ, млрд. руб.	▲ 897,8	9,00
Среднвз. дох-ть ОБР-ОФЗ, %	▲ 8,68	0,017
RUX-Cbonds, среднвз. дох-ть, %	▼ 20,34	-0,100
Сальдо операций ЦБ, млрд. руб.	-33,80	
РЕПО с ЦБ, млрд. руб.	172,17	
Среднвзв. ставка РЕПО, %	9,26	

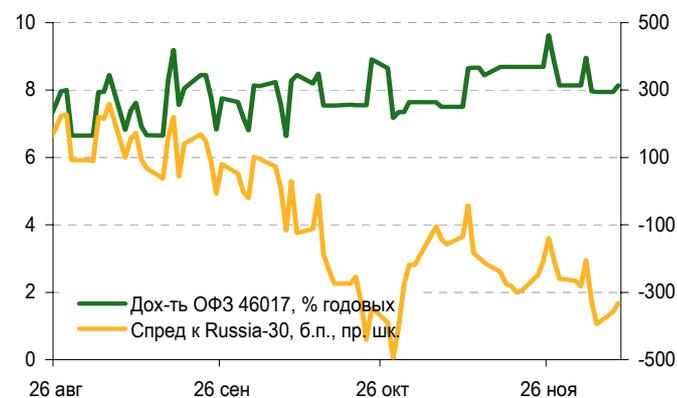
	Значение	Изменение, б.п.
UST-2, доходность, %	▼ 0,846	-9,6
UST-10, доходность, %	▼ 2,642	-9,8
Bund-2, доходность, %	▲ 2,297	4,4
Bund-10, доходность, %	▲ 3,233	7,8
LIBOR 3m, %	▼ 2,164	-2,56
Russia-30, % от номинала	▲ 80,4	28,7
Brazil-40, % от номинала	▲ 119,9	58,7
Turkey-30, % от номинала	▲ 136,4	126,0
Venezuela-27, % от номинала	▼ 63,9	-47,2
Спред EMBIG, б.п.	▼ 774	-19

Источник: РТС, ММББ, ЦБ РФ, Bloomberg, Cbonds

Календарь событий

Дата	Время	Страна	Событие	Период	Прогноз
10 дек	18:00	США	Wholesale Inventories	окт.	-0.2%
	22:00	США	Monthly Budget Statement	ноя.	-171 млрд. \$
11 дек	16:30	США	Continuing Jobless Claims	ноя.	4100 тыс.
	16:30	США	Import Price Index MoM	ноя.	-4.9%
	16:30	США	Import Price Index YoY	ноя.	-2%
	16:30	США	Initial Jobless Claims	ноя.	525 тыс.
	16:30	США	Trade Balance Of Payments	окт.	-53.5 млрд. \$
12 дек	16:30	США	Advance Retail Sales	ноя.	-2%
	16:30	США	PPI Ex Food & Energy MoM	ноя.	0.1%
	16:30	США	PPI Ex Food & Energy YoY	ноя.	4.2%
	16:30	США	Producer Price Index YoY	ноя.	0.2%
	16:30	США	Producer Price Index MoM	ноя.	-2%
	16:30	США	Retail Sales Less Autos	ноя.	-1.8%
	18:00	США	Business Inventories MoM	окт.	-0.2%
	18:00	США	University of Michigan Confidence	январ.	54.8
15 дек	16:30	США	Empire Manufacturing	дек.	-27
	17:15	США	Capacity Utilization	ноя.	75.6%
	17:15	США	Industrial Production	ноя.	-0.8%
	21:00	США	NAHB Housing Market Index	дек.	10

ОФЗ и Спред к Russia-30



Russia-30 и Спред к UST



Источник: ММББ, Bloomberg

Валютные облигации

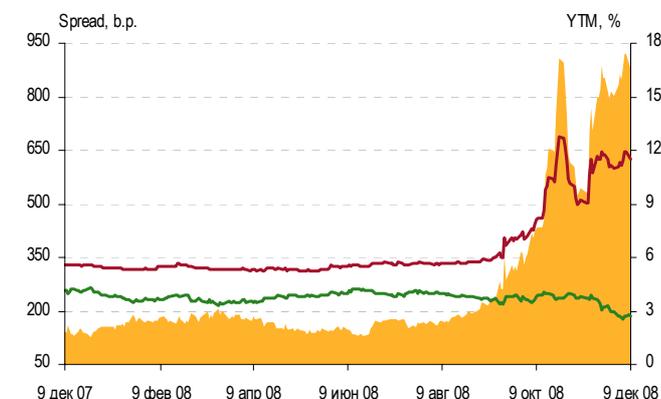
Во вторник американские казначейские облигации продемонстрировали сильный рост – в пределах 2,65 п.п. Ни запланированные на эту неделю крупные аукционы, в том числе по десятилетнему выпуску, ни одобренная Белым домом программа поддержки американских автопроизводителей, ни оказавшиеся лучше прогнозов данные по рынку жилья США, не помешали росту цен. Напротив, неприятие риска оказалось настолько высоким, что доходность трехмесячных T-Bill опускалась ниже нуля, а четырехнедельные бумаги были размещены с нулевой доходностью.

Помимо стремление инвесторов спасти свои активы, причиной резкого роста цен стали ожидания снижения базовой ставки до 0,25% годовых и намерения ФРС понизить не только короткие, но и долгосрочные процентные ставки. В результате стоимость десятки подскочила до 1 п.п., а доходность опустилась до 2,63% годовых.

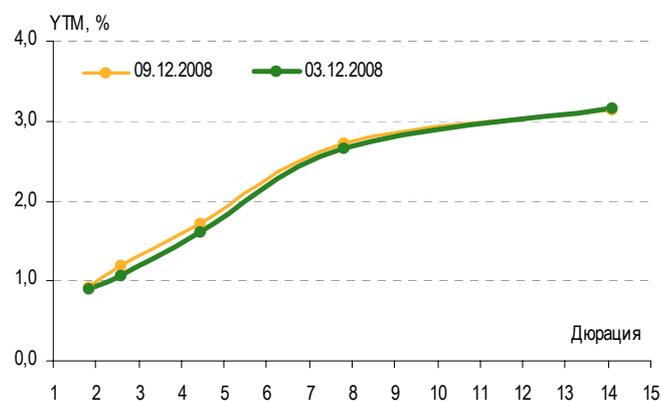
Мы не исключаем, что на этом уровне доходность длинных US Treasuries будет находиться длительное время, учитывая проблемы в экономике и определенные сомнения в эффективности мер по выкупу «длинных» облигаций. Во всяком случае, снижение краткосрочной ставок пока не сильно изменило ситуацию на финансовых рынках, где условия кредитования стали даже еще более жесткими. На наш взгляд, эффект от снижения долгосрочных ставок так же будет быстрым.

Еврооблигации развивающихся стран практически не отреагировали на рост US Treasuries. Учитывая, что помимо финансового кризиса и спада в мировой экономике, неприятия риска и пересмотра кредитных рейтингов, над еврооблигациями довлеет угроза дефолтов по облигациями Эквадора, перспектива снижения доходности в секторе emerging markets весьма сомнительна. Во вторник котировки индикативного выпуска Россия-30 держались в районе 80% от номинала, а спред к казначейским облигация увеличился до 880 б.п. Последняя сделка прошла по цене 80,38% от номинала, что соответствует доходности 11,46% годовых.

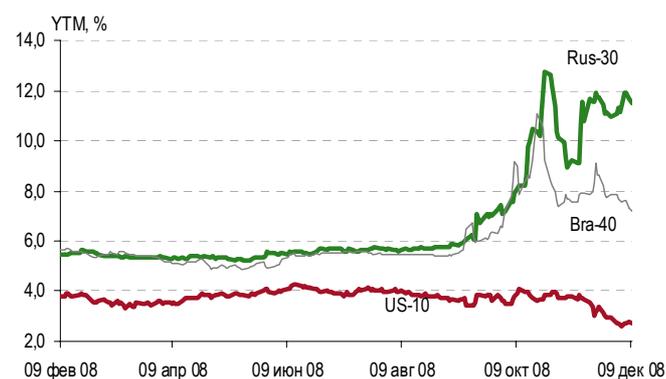
Доходность UST-10, RUS-30, Спред



Доходность US Treasuries



Доходность суверенных еврооблигаций EM



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации

После снижения суверенного рейтинга РФ, международное рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги нескольких российских банков и компаний, в том числе РЖД, ВТБ, ВТБ24, ОАО ВТБ-Лизинг, Райффайзенбанка и Юникредит Банка. Как отметила кредитный аналитик Standard & Poor's Екатерина Трофимова, данное решение стало следствием растущей обеспокоенности по поводу ухудшающихся условий ведения бизнеса в России, которые негативно сказываются на собственной кредитоспособности указанных организаций, и в том числе на качестве их активов, ресурсной базы и ликвидной позиции.

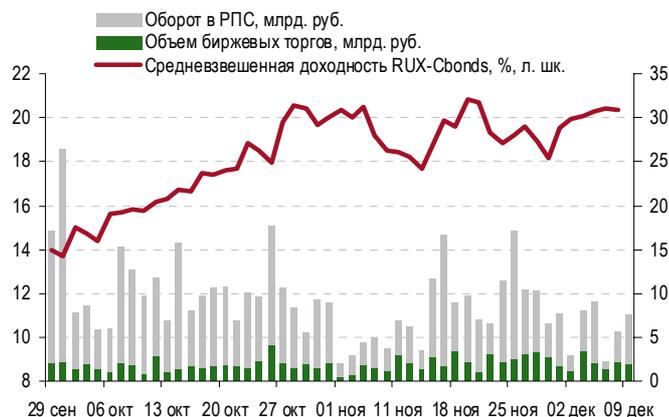
На этой новости котировки большинства облигаций первого эшелона, а также коротких ОФЗ продолжили снижение. Сохраняется, однако, спрос на относительно короткие и надежные выпуски второго эшелона.

Впрочем, и вчера, и в понедельник, активность инвесторов была невысокой. Без лишнего ажиотажа прошло и размещение облигаций Россельхозбанка и Райффайзенбанка. Бумаги последнего были размещены двумя сделками, а другого - четырьмя. Ставка купона и в том, и в другом случае составила 13,5% годовых, а срок до оферты – 3 года. Все это признаки технического размещения, и вероятная их цель – получение рефинансирования в ЦБ.

Следующий крупный аукцион состоится в четверг. В этот день Московская область начнет размещение выпуска облигаций общим объемом 33 миллиарда рублей. Доходность ожидается на уровне 20% годовых, что при двухлетней дюрации соответствует доходности шестого займа области. Таким образом, размещение пройдет «в рынке», что довольно необычно для последнего времени.

Процесс пересмотра кредитных рейтингов – лишь одно из негативных проявлений конъюнктуры внутреннего долгового рынка. Не предполагают снижения доходности и другие факторы: девальвация рубля и ужесточение денежно-кредитной политики. Однако в связи улучшением рублевой ликвидности в конце года, а также благодаря фактору новогодних каникул, сильного снижения цен в ближайшее время, по всей видимости, удастся избежать.

Доходность корпоративных облигаций



Доходность ОФЗ



Лидеры роста/падения корп. облигаций за день

Выпуск	дох-ть к оферте/ погашению, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, б.п.
Лидеры			
МоторФин-1	- / 32,84%	94,88	2248
АИЖК 4об	- / 13,20%	90,00	1500
Юнимилк 01	108,64% / -	61,91	1190
РБК ИС БО4	- / 353,25%	63,96	1102
Орхидея 01	- / 464,92%	58,79	1012
СатурнНПО3	17,95% / -	99,15	937
Патэрсон 1	- / 27,47%	89,00	835
ЕврокомФК3	- / -	69,20	820
ОГО-агро-2	- / 4012,97%	44,40	735
ПРОВИАНТ-1	- / -	59,33	713
Аутсайдеры			
Сибирь-01	60,73% / -	46,64	-529
ИнтеграФ-2	52,83% / -	69,00	-590
Искрасофт2	66,69% / 31,67%	42,00	-594
Амурмет-02	- / 14,23%	50,10	-722
УРСАБанк 5	- / 10,56%	52,41	-747
Домоцентр1	63,27% / -	65,00	-758
ЗавГросс01	81,33% / -	50,50	-1301
Магнолия-1	86,51% / -	80,00	-1512
НатурПрод2	19,59% / 17,49%	80,00	-1700
СевКаб 04	21,00% / -	61,64	-2678

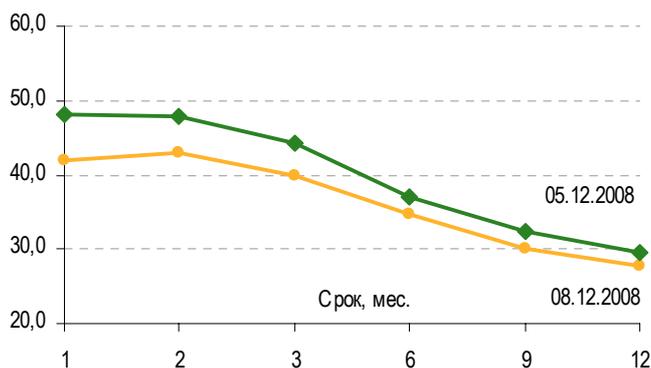
Источник: ММВБ, КапиталЪ, Cbonds

Валютный рынок

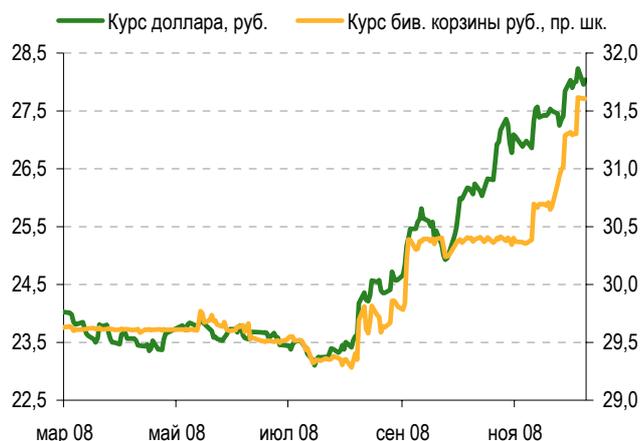
Поводом коррекции курса евро относительно доллара стал опубликованный во вторник индекс деловых настроений в Германии. В результате упал и курс рубля к доллару – с 27,96 до 28,04 руб. за доллар. Стоимость корзины осталась прежней – 30,6 руб., однако ее дальнейший рост – вопрос времени, учитывая курс ЦБ на девальвацию рубля с целью сохранить золотовалютные резервы, а также фундаментальные факторы, такие как падение цен на нефть, отток капитала и растущий интерес к валюте как средству сбережения.

Единственное, что позволяет исключать ее резкое падение – перманентная угроза коррекции американской валюты на мировом рынке. Сейчас она растет не столько благодаря, сколько вопреки фундаментальным факторам, таким, например, как резкое сокращение занятости и рост безработицы в США, а также ожидания снижения базовой процентной ставки ФРС. Ослабление доллара, к тому же, может стать одной из мер вывода экономики США из кризиса, поскольку средствами денежно-кредитной политики ситуацию на кредитных рынках улучшить не удалось, а места для дальнейшего сокращения базовой процентной ставки практически не остается. Таким образом, несмотря на сохраняющиеся риски ослабления эффективного курса рубля мы все же допускаем его восстановление относительно доллара.

Изменение кривой МБК, % за день



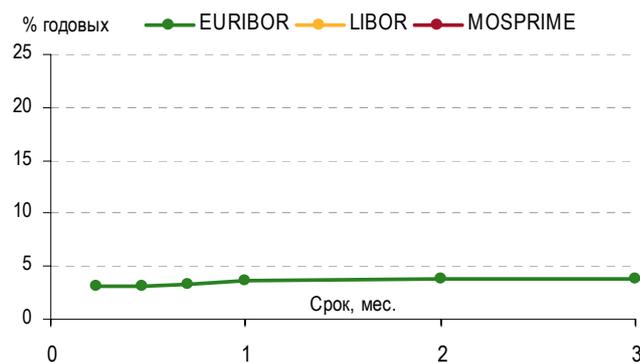
Курс рубля ЦБ РФ



Рублевая ликвидность



Кривая ставок за предыдущий день



Источник: ЦБ РФ

Новости эмитентов

РусГидро

В начале недели РусГидро опубликовала аудированную промежуточную отчетность по МСФО за 1П08 года. Выручка от основной деятельности выросла на 23,7% до 35,7 млрд. руб., EBITDA – на 22,8% до 14,1 млрд. руб., прибыль – на 43,1% до 6,9 млрд. руб. Рентабельность EBITDA практически сохранилась на прежнем уровне (39,3%), операционная рентабельность и чистая маржа выросли до 26,6% и 19,4% соответственно. Таким образом, компания остается одной из самых рентабельных в российской генерации.

Финансовые результаты РусГидро, млрд. руб.

	1П2008 г.	1П2007 г.	Изменение
Чистая выручка	35,7	28,9	+ 23,7%
ЕБИТДА	14	11,5	+ 22%
ЕБИТДА рентабельность	39%	40%	+ 1 п.п.
Долг	45,8	18,3	+ 150%
Долг / ЕБИТДА	1,6х	1х	

Источник: Компания, КапиталЪ

Комментарий: Несмотря на положительные результаты отчетности, которые были во многом ожидаемы, учитывая относительно небольшую разницу между результатами по МСФО и РСБУ, большее значение имеют прогнозы компании. Компания ожидает выручку за 2008 год в размере 67 млрд. руб., EBITDA – 30 млрд. руб. и чистую прибыль на уровне 14,9 млрд. руб. Таким образом, во 2П08 года компания ожидает рост большинства финансовых показателей по сравнению с 1П08 года, а также заметное повышение рентабельности.

Однако мы считаем этот прогноз несколько завышенным, т.к., во-первых, в условиях наблюдаемого кризиса, непосредственно затронувшего отрасль электрогенерации, рассчитывать на существенный рост рентабельности не приходится. Во-вторых, РусГидро ожидает снижение полезного отпуска электроэнергии по итогам 2008 года примерно до 74 млрд. кВтч, что на 8,1% ниже по сравнению с 2007 годом и на 9,5% - по сравнению с бизнес-планом компании на текущий год. РусГидро отмечает, что гидрологическая обстановка в бассейнах большинства водохранилищ ГЭС с начала 2008 года была неблагоприятной для выработки электроэнергии и накопления запасов в водохранилищах к началу осенне-зимнего периода 2008-09 гг.

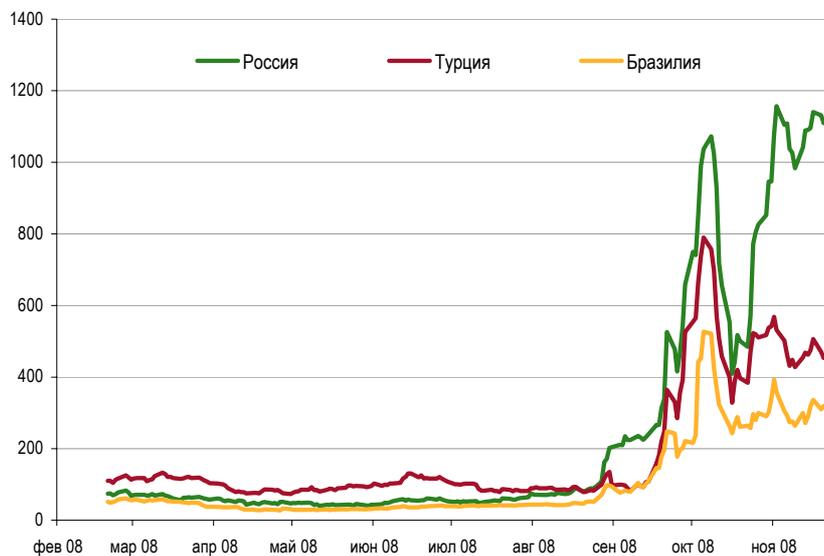
Наконец, РусГидро отмечает, что не исключает пересмотр ранее принятых решений по росту тарифа на 2009 год. Напомним, 25 ноября ФСТ утвердила рост тарифа РусГидро на 2009 год на 31,3%. Пересмотр тарифов может оказать существенное негативное влияние на акции компании, т.к. в тарифы на 2009 год была значительным образом включена инвестиционная составляющая, необходимая компании для реализации инвестпрограммы.

В 2007 г. РусГидро потратила на приобретение основных средств порядка 23 млрд. руб. Это в полтора раза больше чем годом ранее, однако долг компании тогда практически не изменился. В 2008 году затраты на инвестиции существенно выше (около 80 млрд. рублей) и за 6 месяцев 2008 года долг компании вырос на 150% достигнув цифры 45,8 млрд. рублей. Отметим, правда, что чистый долг компании составляет менее 30 млрд. рублей, а долговая нагрузка (долг/ЕБИТДА) составляет 1,6х – приемлемый уровень для энергетического сектора. Не смотря на ожидаемый рост долгового бремени в будущем (компания планирует масштабные инвестиции), кредитный профиль компании остается на высоком уровне.

Опубликованные результаты деятельности, скорее всего, окажут нейтральное влияние на котировки облигаций РусГидро. Выпуск ГидроОГК,1 объемом 5 млрд. руб. сейчас обращается с доходностью 20% с погашением через 2,5 года. Такой уровень представляется нам справедливым в текущих рыночных условиях.

Soup du Jour: Среда – Развивающиеся рынки

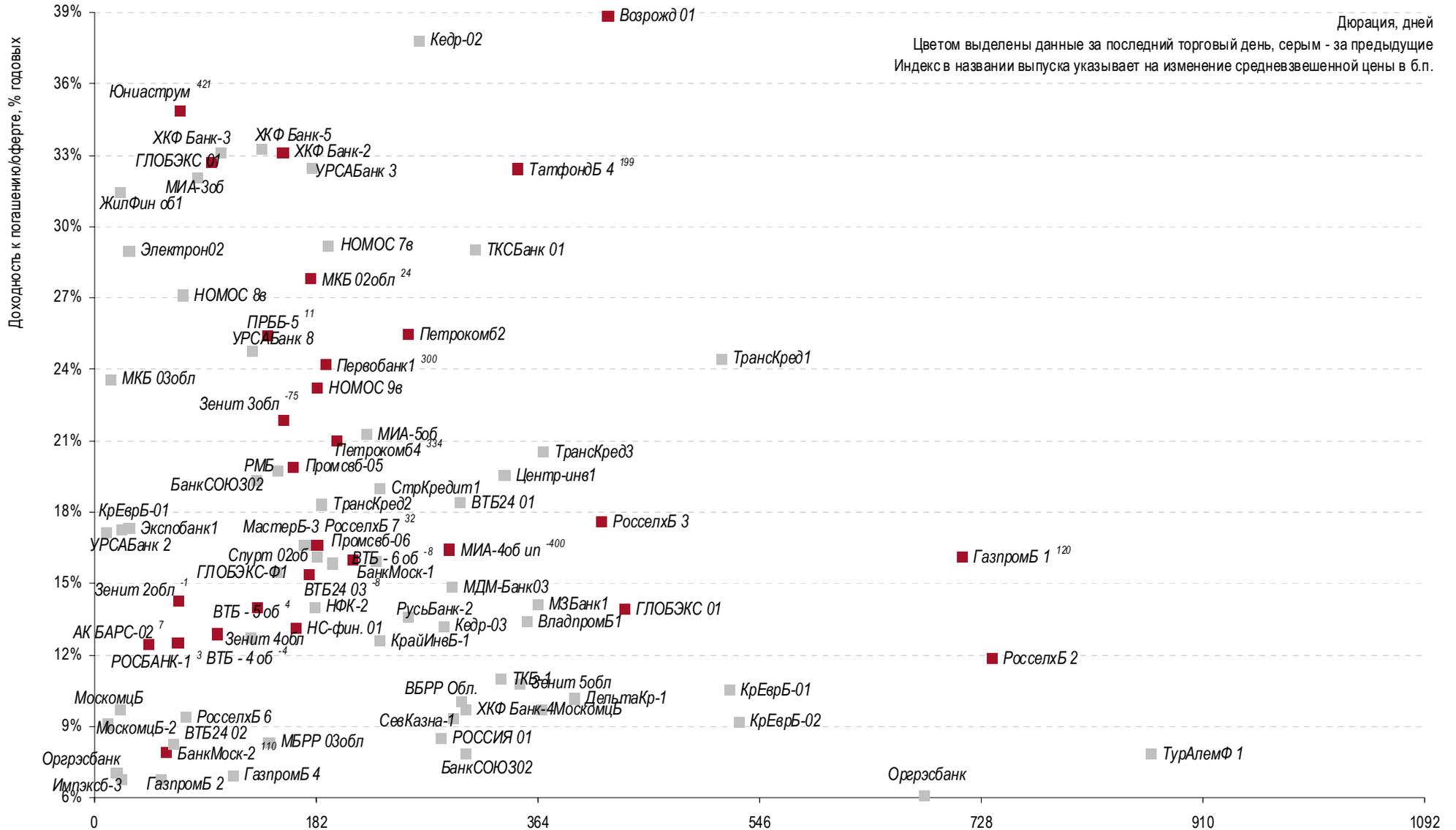
Credit Default Swaps (1 год)



Источник: Reuters

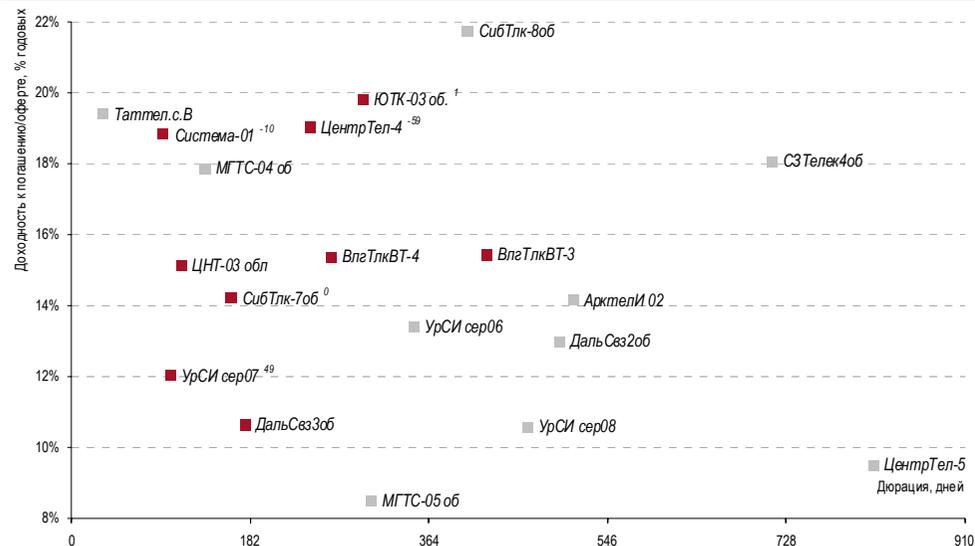
Карты процентных ставок по секторам

Банки

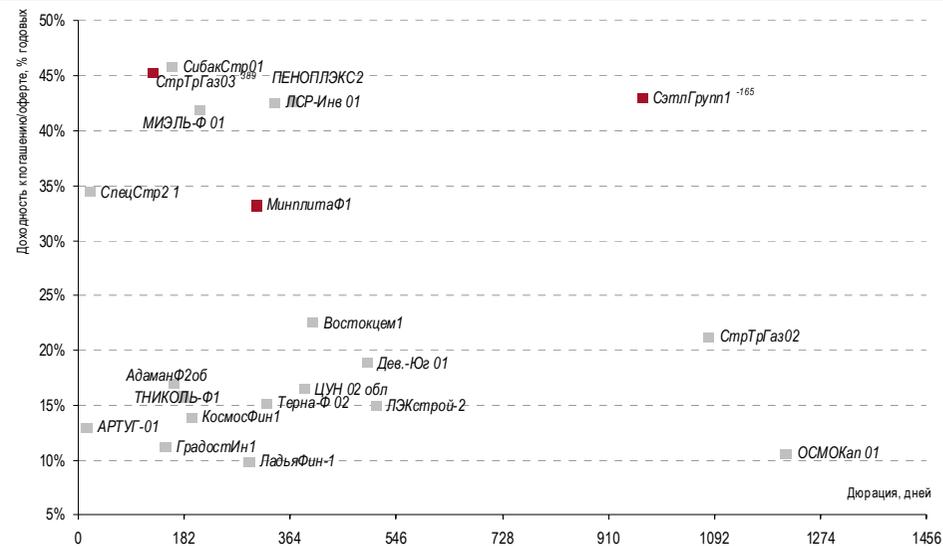


Карты процентных ставок по секторам

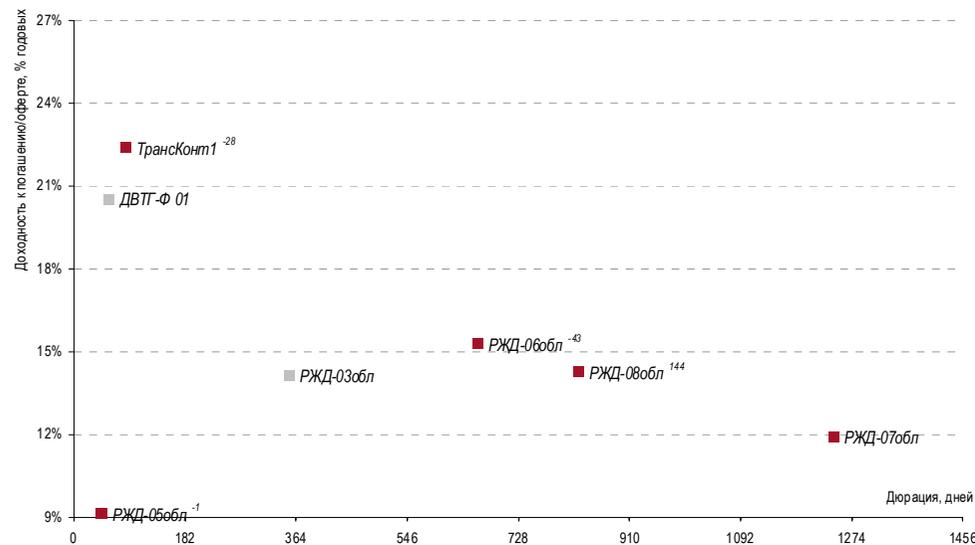
Связь и телекомы



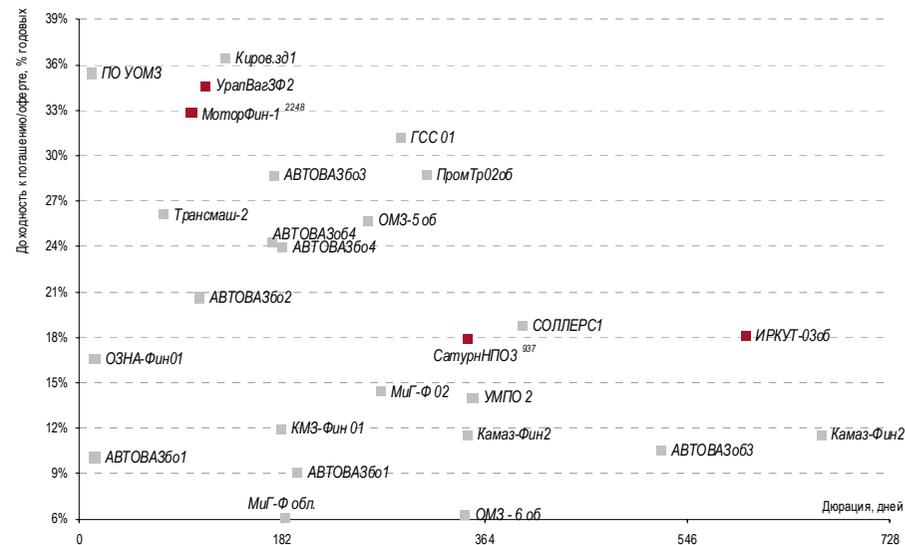
Строительство и девелопмент



Транспорт

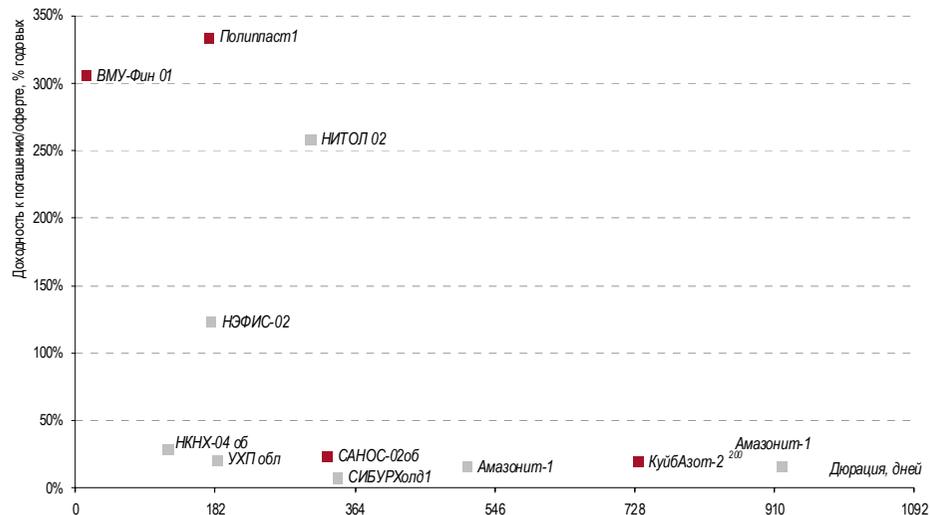


Машиностроение

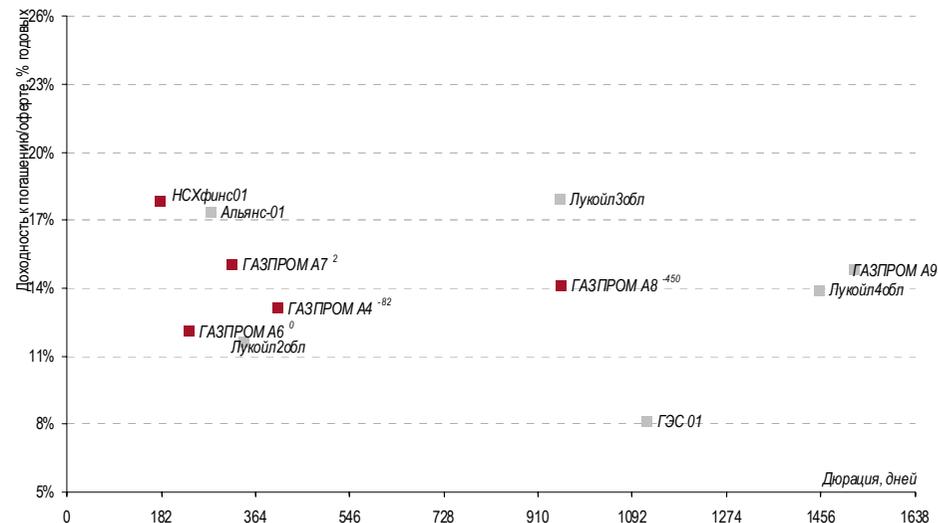


Карты процентных ставок по секторам

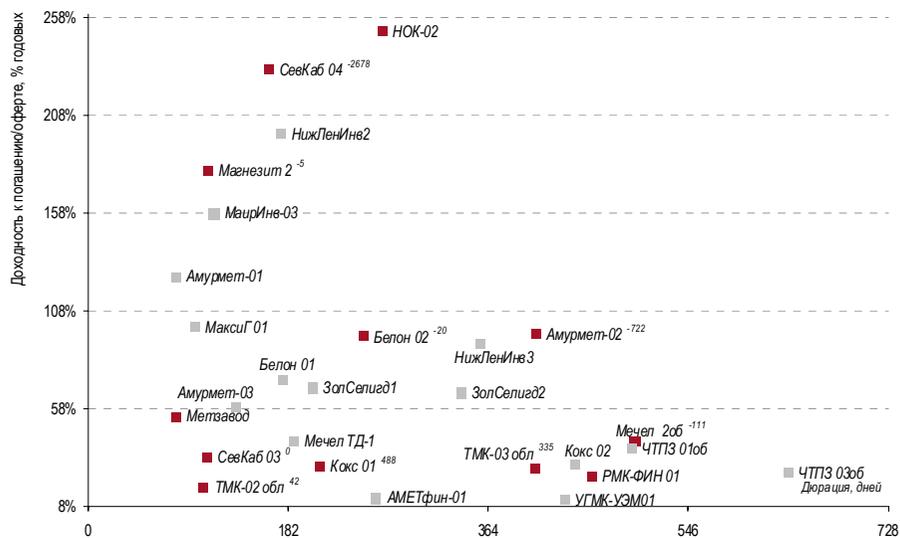
Химия и нефтехимия



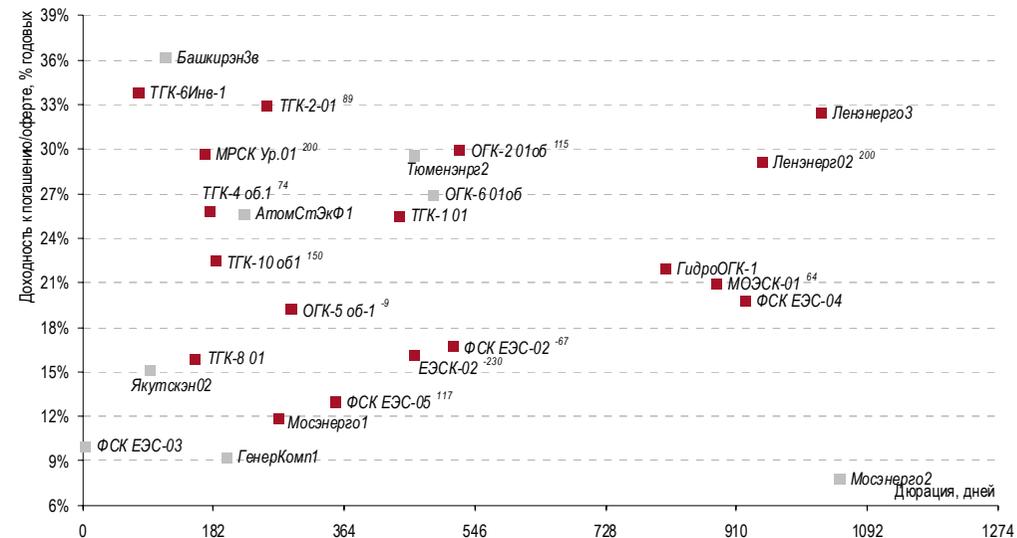
Нефть и газ



Металлургия

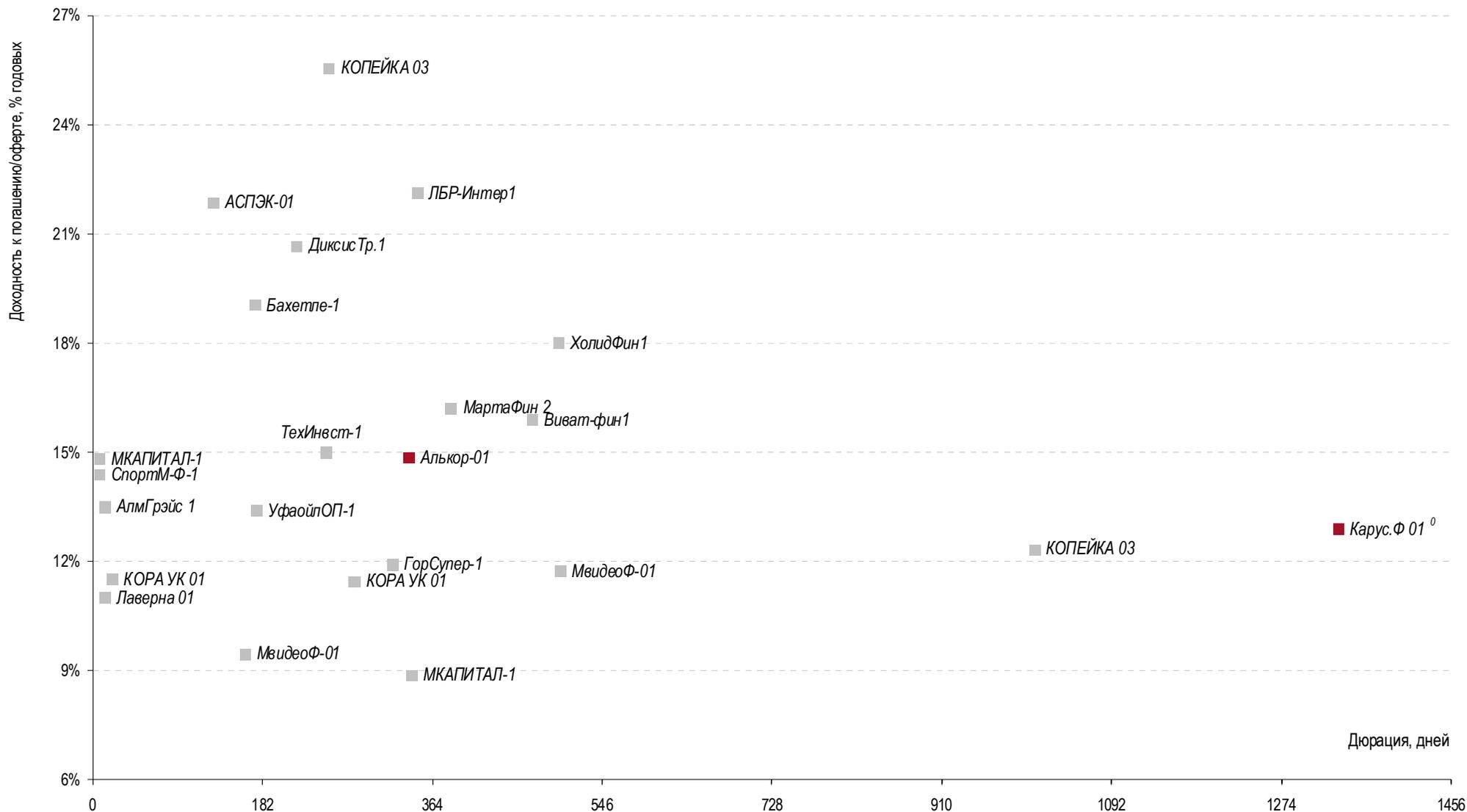


Электрэнергетика



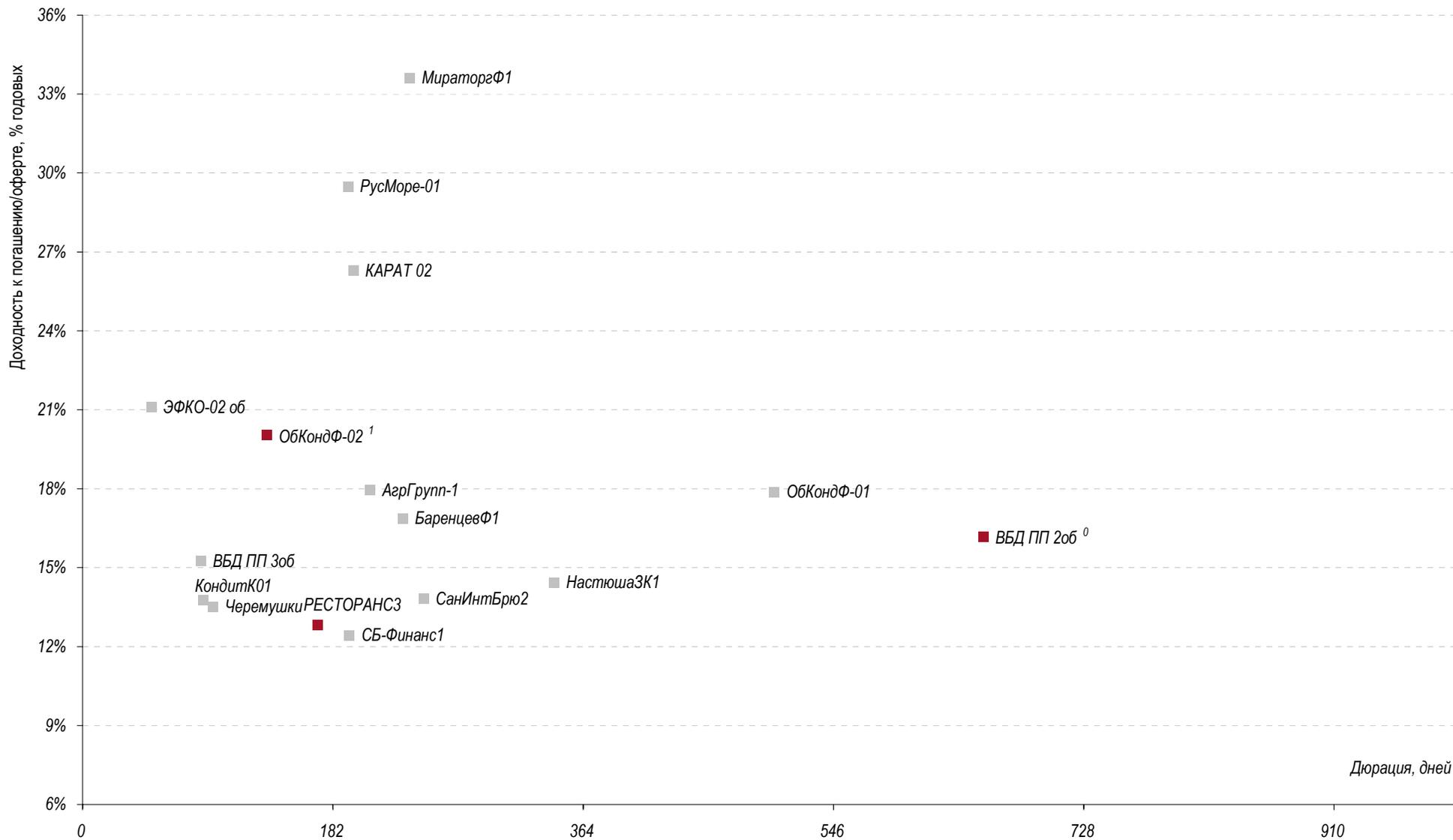
Карты процентных ставок по секторам

Торговля



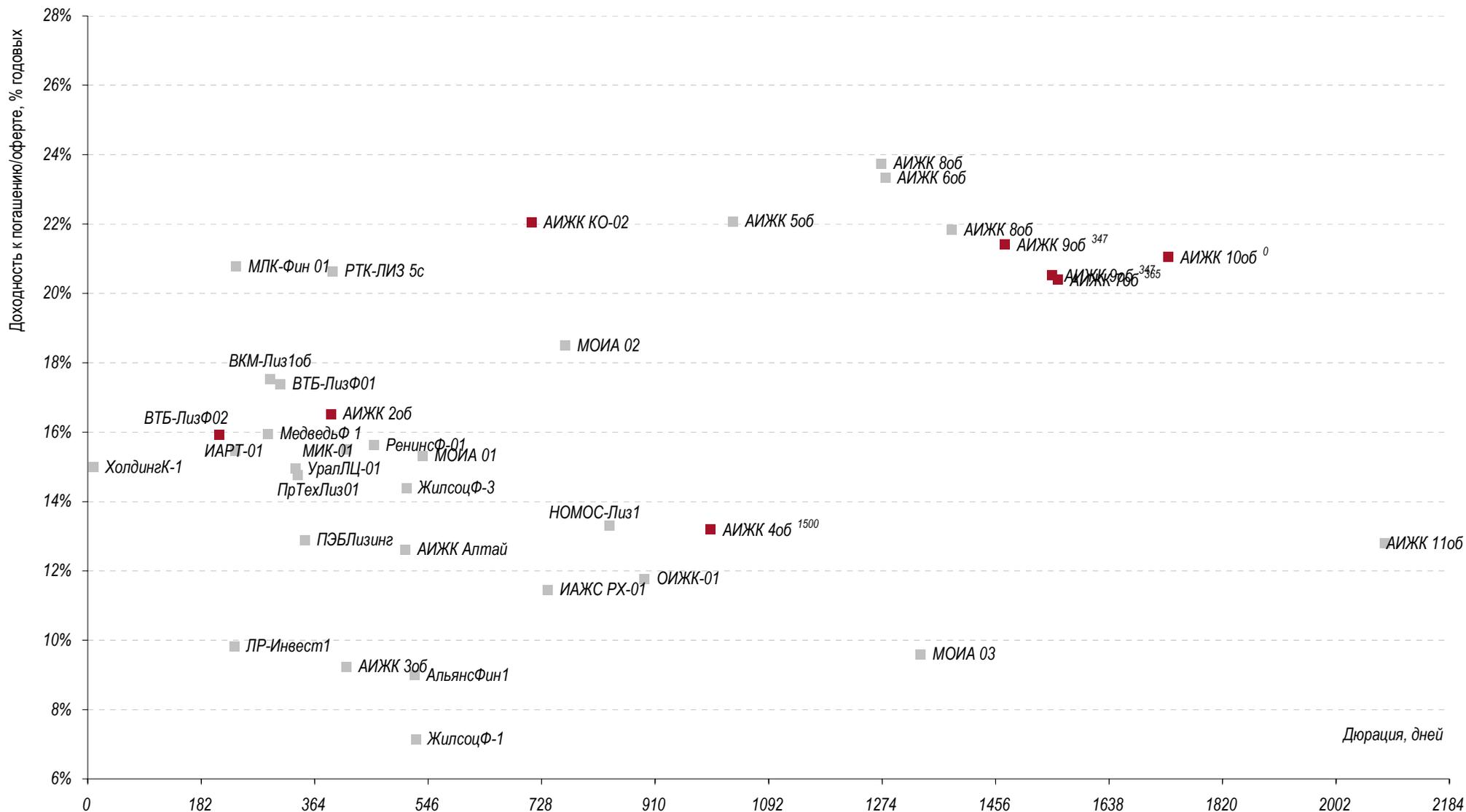
Карты процентных ставок по секторам

Пищевая промышленность

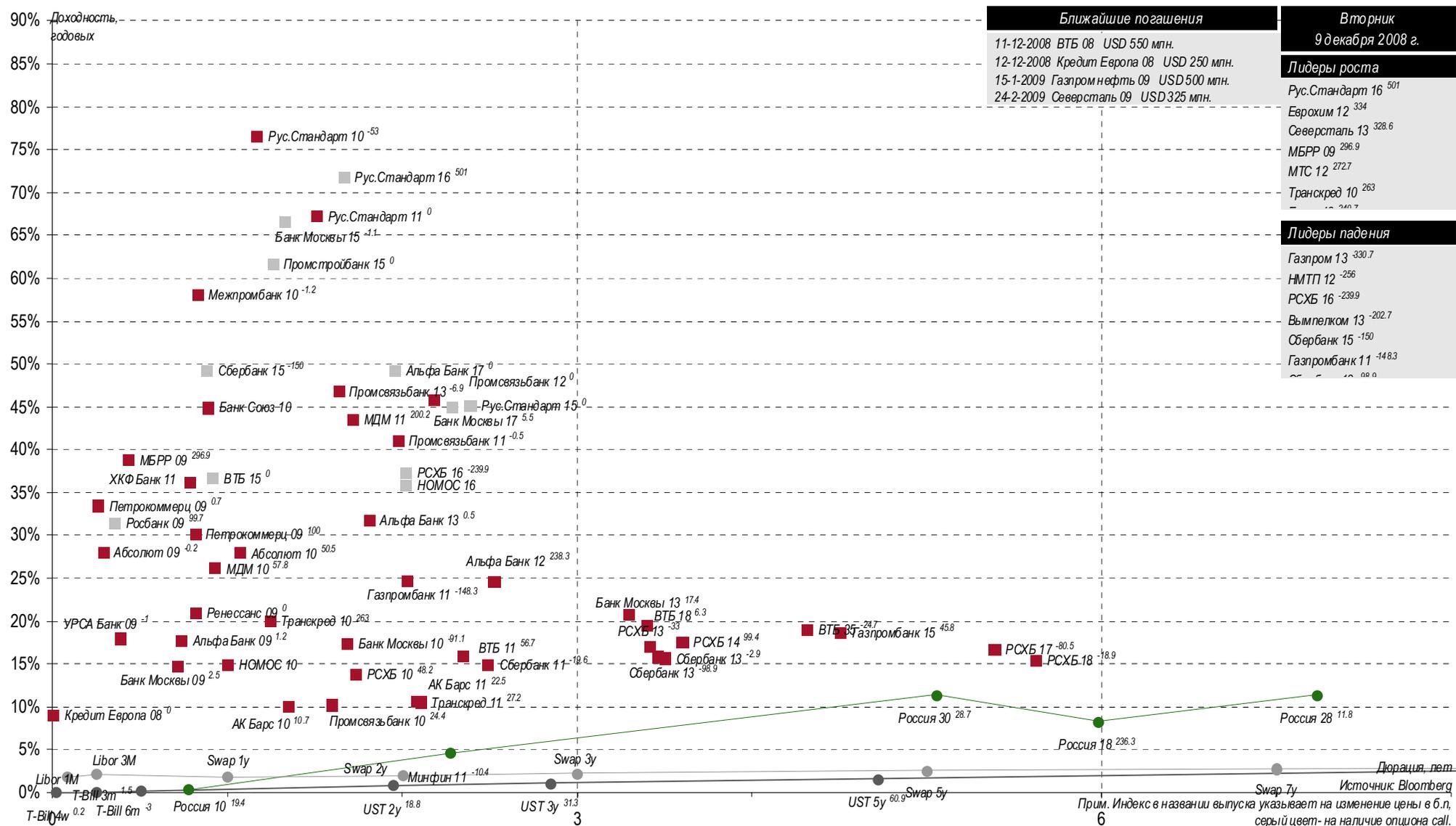


Карты процентных ставок по секторам

Финансы



Доходность валютных облигаций: финансовый сектор



Первичный рынок

Итоги последних размещений корпоративных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Оферта / Погашение, лет	Объем выпуска, млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Доходность к оферте, годовых	Доходность к погашению, годовых
09.12.2008	Райффазб-4	3 / 5	10 000	-	13,96%	-
09.12.2008	РосселхБ 5	3 / 10	10 000	-	13,96%	-
04.12.2008	ИркЭнерго1	1 / 5	5 000	-	16,10%	-
19.11.2008	РЖД-11обл	1.5 / 5	15 000	-	13,96%	-
20.11.2008	РазгуляйФ5	- / 1	1 000	-	-	14,50%
19.11.2008	РЖД-09обл	1.5 / 5	15 000	-	13,96%	-

Источник: Компании

Итоги последних размещений государственных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Объем, млн.руб.	Спрос, млн.руб.	Размещено, млн. руб.	Средневз. доходность	Премия, б.п.
20.08.2008	ОФЗ 26201	10 000	10 113	7 756	6,99%	2
20.08.2008	ОФЗ 46020	6 000	7 888	5 119	8,22%	9
06.08.2008	ОФЗ 25063	14 000	10 729	5 747	6,65%	1
06.08.2008	ОФЗ 46021	10 000	8 820	5 964	7,16%	2
25.07.2008	ОФЗ 46021	5 000	411	23	7,02%	3
23.07.2008	ОФЗ 26201	7 000	7 038	6 110	6,56%	-7

Источник: ЦБ РФ

Ближайшие выплаты по корпоративным облигациям

Дата	Выпуск	Ставка купона	Объем, млн. руб.
10.12.2008	ЕБРР 03обл	7,96%	148,8
	ИАЖС РХ-01	11,00%	10,4
	МатрицаФ-1	12,00%	71,8
	МатрицаФ-1	погашение	1 200,0
	МоскомцБ	9,50%	49,2
	МоскомцБ	погашение	1 000,0
	НБ-РЕТАЛ-1	9,90%	49,4
	НБ-РЕТАЛ-1	оферта	1 000,0
	ПЧРБ-фин1	12,50%	39,0
	РЕТАЛ-1	9,90%	49,4
	РЕТАЛ-1	оферта	1 000,0
	ХолдингК-1	15,00%	26,2
	ХолдингК-1	оферта	350,0
	Электрон02	13,00%	16,2

Источник: КапиталЪ

Ближайшие выплаты по облигациям федерального займа

Дата	Выпуск	Ставка купона, годовых	Объем, млн. руб.
10.12.2008	27026	6%	239,4
	46018	9%	2 893,3
14.01.2009	26199	6%	612,8
	46003	10%	1 859,7
21.01.2009	25057	7%	753,1
	25059	6%	623,6
	26200	6%	437,8
	26201	6%	226,4

Источник: ММВБ

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ИФД «КапиталЪ»
 119180, Россия, Москва, ул. Большая Полянка,
 д. 47, строение 1
 тел.: (495) 411-55-55
 факс: (495) 620-95-30
 www.kapital-ig.ru
 Bloomberg: KAPG <go>

Департамент рыночных исследований

Скотт Семет, CFA	Начальник департамента	scott.semet@kapital-ig.ru
Дмитрий Зак	Начальник отдела долговых обязательств	dmitry.zak@kapital-ig.ru
Владимир Харченко	Долговые обязательства	harchenko@kapital-ig.ru
Андрей Игнатов	Долговые обязательства	andrey.ignatov@kapital-ig.ru
Константин Гуляев	Рынок акций	konstantin.gulyaev@kapital-ig.ru
Виталий Крюков	Рынок акций	vitaly.krukov@kapital-ig.ru
Павел Шелехов	Рынок акций	pavel.shelehov@kapital-ig.ru
Марина Самохвалова	Рынок акций	marina.samohvalova@kapital-ig.ru

Департамент торговых операций

Андрей Зайцев	Начальник департамента	trading@kapital-ig.ru
Константин Святный	Начальник отдела долговых операций	fidesk@kapital-ig.ru
Эдуард Лебедев	Начальник отдела фондовых операций	eduard.lebedev@kapital-ig.ru
Вадим Никитин	Отдел долговых операций	vadim.nikitin@kapital-ig.ru
Владислав Григорьев	Отдел долговых операций	vladislav.grigorjev@kapital-ig.ru

© 2008 ИФД КапиталЪ. Все права защищены.

Настоящий материал был подготовлен специалистами департамента рыночных исследований ИФД «КапиталЪ» (далее – «Компания»). При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность.

Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов департамента рыночных исследований. Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.