

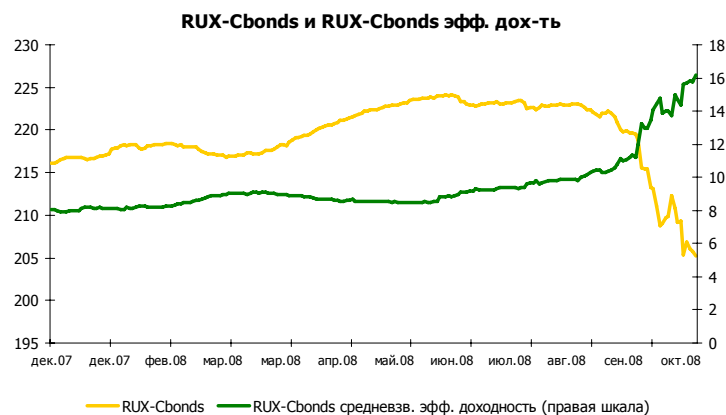


06.10-10.10.2008 г.

### Очередная неделя падения... Беспрецедентные меры по поддержке финансовой системы. В списке технических дефолтов новые имена.

Прошедшая неделя ознаменовалась непрекращающимся падением на всех мировых площадках и объявлением властями крупнейших экономик о беспрецедентных мерах по восстановлению финансовой стабильности. Комментировать ситуацию на долговом рынке как таковую не представляется возможным, цены и соответственно доходности не являются сколь-нибудь значимым ориентиром, существуют огромные диспропорции между уровнями доходности даже одного эмитента, торговая ликвидность практически отсутствует, спрэды между котировками на покупку и продажу составляют несколько процентных пунктов, биржи работают с перебоями, рейтинговые агентства пересматривают рейтинги многих эмитентов.

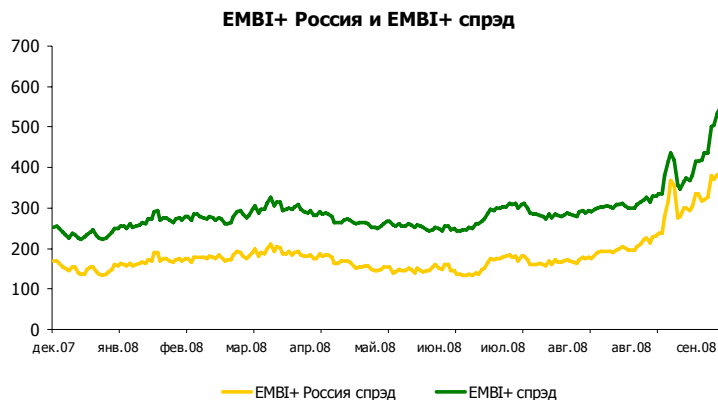
В понедельник на российском рынке акций произошло рекордное однодневное падение за всю историю. Индекс РТС обвалился более чем на 19 процентов. Казавшийся неприступным уровень поддержки в 1000 пунктов оказался с легкостью преодоленным, торги акциями на российских фондовых биржах были приостановлены на неопределенное время. На этом фоне рынок облигаций из-за фактического отсутствия торговых объемов, однако с непрекращающейся работой бирж, оказался относительно спокойным, хотя, безусловно, и продолжил дальнейшее падение. Котировки большинства бумаг, в которых присутствовала хоть





какая-нибудь ликвидность, снизились, но глобальной распродажи по всем секторам не наблюдалось. Ситуация на глобальных долговых рынках вслед за рынками акций также продолжала ухудшаться. Спрэд EMBI+, характеризующий уровень доходности по долговым инструментам на развивающихся рынках, уже в начале недели превысил 500 базисных пунктов.

На наш взгляд, Правительство РФ адекватно оценивает ситуацию и пытается максимально четко и оперативно разработать ряд дополнительных мер по восстановлению финансовой системы и противостоянию кризису. В частности, в понедельник было принято еще одно существенное решение о предоставлении из золотовалютных резервов и резервных фондов субординированных кредитов банковскому сектору в размере 950 млрд. рублей для пополнения капитала. Несмотря на то, что основная часть данных средств будет снова распределена между крупнейшими системообразующими банками, некоторая доля предусмотрена и для банков, не входящих в первый круг и не имеющих доступ к аукционам по распределению временно свободных денежных средств. Позитивные моменты данного решения в том, что предоставляемые средства будут достаточно длинными (5 лет) и их получателями могут быть все банки, имеющие кредитный рейтинг (в настоящий момент около 110 банков). Данное решение важно с учетом того факта, что вплоть до настоящего времени все принятые Минфином меры



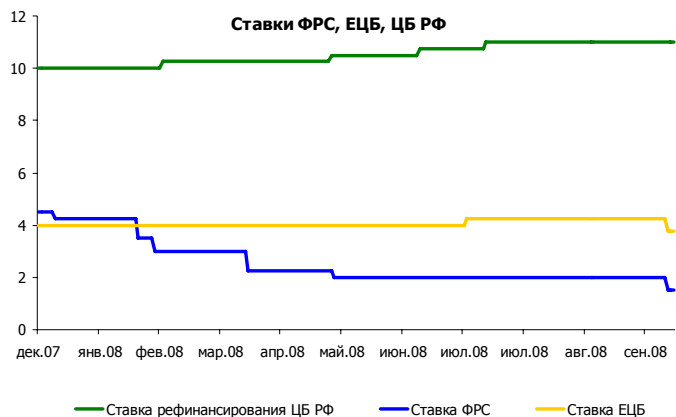


позволяли решить проблему с ликвидностью только крупнейших банков, в то время как средние и мелкие банки продолжали испытывать значительный недостаток ликвидности из-за закрытых или слишком незначительных лимитов на межбанковском рынке.

Кроме того, Центральный Банк принял решение о том, что доступ к операциям РЕПО с ЦБ получают все банки, входящие в квалификационные группы с первой по третью, а решение по банкам четвертой и пятой групп будут приниматься по каждому банку в индивидуальном порядке. Данная мера также должна уже в ближайшее время поспособствовать эффективному распределению ликвидности по банковской системе.

Следует отметить, что большинство Централных Банков других стран стараются действовать в похожем ключе и наполнять ликвидностью свои рынки. Однако данных мер является недостаточно для преодоления проблем с недостатком ликвидности, прекращения кризиса доверия и соответственно разворота рыночной конъюнктуры.

В среду было объявлено о синхронном снижении ключевых ставок Центральными Банками крупнейших экономик. ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Канады, а также банки Швеции и Швейцарии понизили ставки на 50 базисных пунктов. ФРС сократила ставку до 1,5%, ЕЦБ – до 3,75 %, Банк Англии – до 4,5%. Первоначальная реакция рынков на решения монетарных властей по снижению стоимости заемных средств была достаточно положительной, однако затем рыночный негативный фон все-

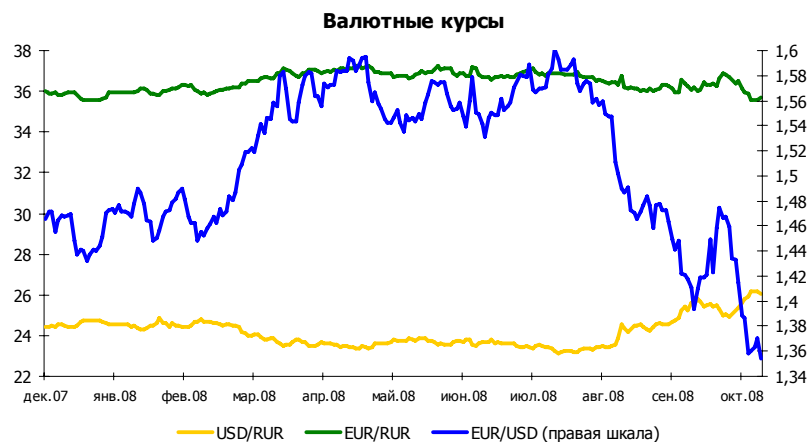




таким образом пережил положительный эффект от данной новости и потянул котировки вниз.

Однако, несмотря на то, что в краткосрочной перспективе объявление о снижении учетных ставок монетарными властями многих стран не возымело нужного эффекта на рынки, синхронность данных решений несла в себе сигнал о координированной политике Центральными Банками по борьбе с финансовой нестабильностью. Тот факт, что пока данные действия прошли практически незамеченными, только лишний раз подчеркивает глубину текущего падения.

Дополнительным негативным фактором на внутреннем рынке является существенное снижение золотовалютных резервов за прошедшую неделю. С начала сентября резервы сократились почти на 10%, что стало максимальным снижением с момента официальной публикации. Это связано в первую очередь с тем, что за прошедшие недели Центральный Банк активно продавал валюту с целью поддержания курса рубля на фоне оттока иностранного капитала. Объем валютных интервенций составил порядка \$16 млрд. Можно предположить, что снижение золотовалютных резервов будет продолжаться и в дальнейшем из-за непрекращающегося оттока капитала, необходимости поддерживать национальную валюту и проведения правительственных программ по поддержке финансовой системы. Также, вероятно, скоро ЦБ будет вынужден несколько повысить верхнюю границу валютного коридора. Более того, на фоне снижающихся





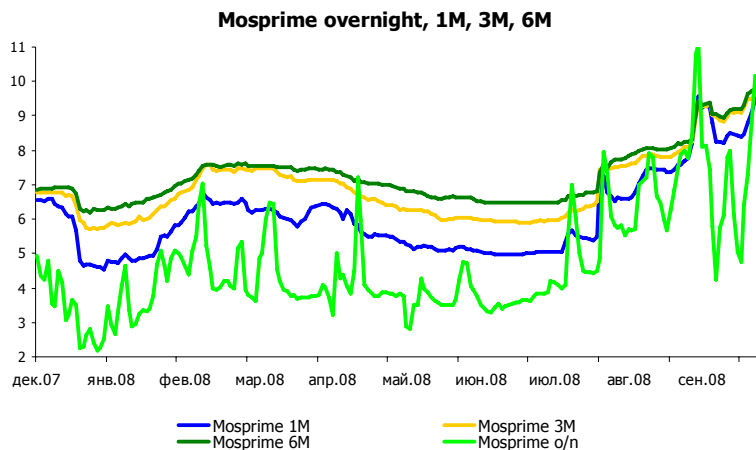
цен на нефть и вывода средств нерезидентами будущей рост золотовалютных резервов также оказывается под вопросом.

Ближе к концу недели появились признаки серьезного ухудшения ситуации и на денежном рынке. Ставки на межбанковском рынке достигли 10%, стоимость межбанковского РЕПО составляла 15-16%. Политика властей по поддержанию курса рубля вынуждает ЦБ проводить валютные интервенции и выводить и так дефицитные рубли с рынка. С другой стороны, ВТБ в своем пресс-релизе объявил о восстановлении объемов операций на межбанковском рынке до докризисных уровней.

В конце недели можно было заметить некоторое прекращение падения котировок внутренних облигаций, связанное в основном с практически полным отсутствием торговой ликвидности. Однако некоторые бумаги постарались начать отыгрывать предыдущие падения. В целом, существенная волатильность все так же свойственна рынку на фоне низкой активности торгов и сделками исключительно в первом эшелоне.

Основные же события в конце недели происходили на внешнем рынке, где наиболее ликвидные бумаги Russia 30 упали более чем на 10 процентных пунктов, до 86% от номинала, что соответствует доходности 10,15%. Основной причиной является значительное сокращение золотовалютных резервов страны и снижение цен на нефть из-за ожидающейся рецессии в США.

Правительство РФ не остановилось на объявлении решения о

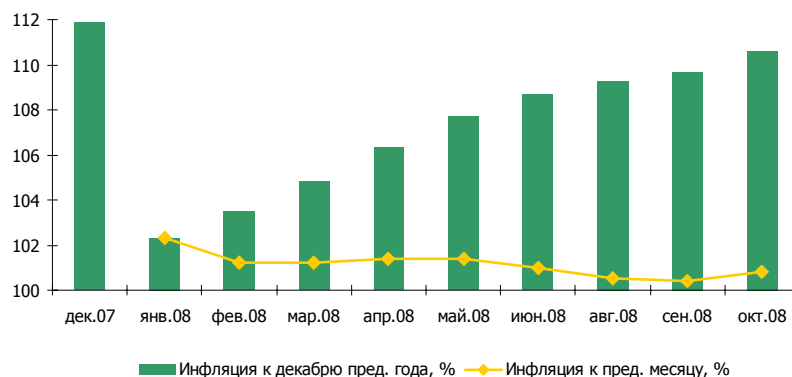




предоставлении банковской системе дополнительных долгосрочных кредитов и продолжает прилагать максимальные усилия для стабилизации финансовой системы и противостояния кризису. В конце недели Государственная Дума с целью повысить доверие к банковской системе и не допустить паники среди розничных клиентов приняла закон о стопроцентной гарантии вкладов на сумму до 700 тысяч рублей. Ранее такая гарантия не распространялась на вклады, превышающие 400 тыс. рублей. Однако помимо принятия данного закона, необходимо уже в ближайшее время максимально распространить эту информацию среди широких слоев населения, чтобы избежать массового изъятия вкладов. Также в Правительстве проходит обсуждение возможности создания специального фонда, который будет выкупать активы у российских банков и компаний, оказавшихся в затруднительном положении.

Кроме того, на заседании Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций было решено начать размещение части государственных средств на российском фондовом рынке. По словам премьер-министра РФ Владимира Путина, на внутреннем рынке в текущем году может быть размещено до 175 млрд. рублей. Желательно, чтобы хотя бы некоторая часть данных средств была инвестирована на долговом рынке. В связи с меньшим объемом долгового рынка по сравнению с рынком акций появление дополнительной ликвидности поспособствует определенному восстановлению рынка. В то

Индекс потребительских цен

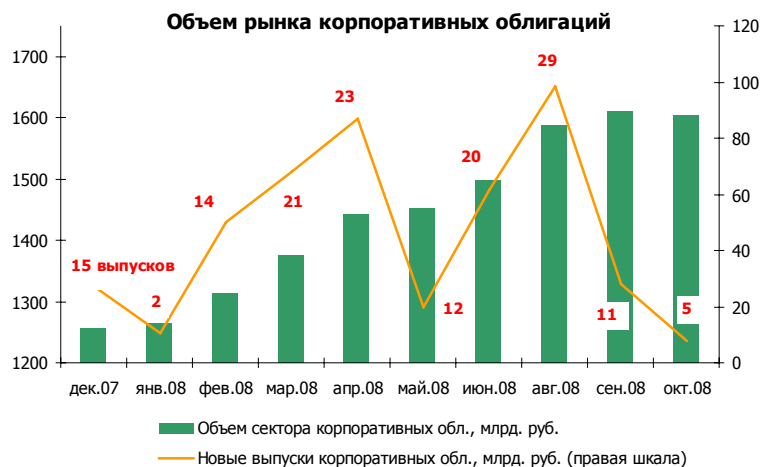




время как рынок акций может отреагировать лишь кратковременным ростом котировок.

Подводя итог, в кратко- и среднесрочной перспективе ожидается негативная динамика внутреннего долгового рынка. Глобальные рынки остаются крайне нестабильными, а проблемы финансовой системы начинают проявляться в реальном секторе и в операционной деятельности компаний. Таким образом, учитывая существенный объем оферт и погашений в ближайшие месяцы, приходится констатировать, что волна технических дефолтов будет набирать все большую силу, в первую очередь, в третьем эшелоне. Многие эмитенты уже не стесняются не исполнять обязательства по облигациям, списывая свои проблемы на общемировой кризис ликвидности.

Сроки начала восстановления пока не поддаются сколь-нибудь точному прогнозированию. Власти России наряду с властями крупнейших мировых экономик предпринимают максимально выверенные меры для поддержки финансовой системы, однако принципиально важным является вопрос времени. Насколько быстро будут детально разработаны механизмы, произойдет законодательное оформление нововведений и распространение информации о принимаемых мерах среди широкого круга населения (в частности, относительно гарантирования страхования вкладов). Кроме того, для начала восстановления на внутреннем рынке, очевидно, необходимо прекращение панических продаж и хотя бы





некоторая стабилизация на внешних рынках.

В текущей ситуации появляются экстраординарные возможности в случае наличия свободной ликвидности для инвестирования в инструменты с неадекватными уровнями доходностей, благо текущий рынок являет их с завидным постоянством. Основной стратегией должна являться buy&hold. Причем в первую очередь приобретаться должны короткие защитные облигации эмитентов из ломбардного списка ЦБ с низкими рисками рефинансирования.

### Прошедшие размещения

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта	Купон
06.10	Газпромбанк, З	10 000 000 000	3/-	11%, затем Mosprime 3M +
06.10	Новые Горизонты, БО-3	100 000 000	1/-	ДИСКОНТ
09.10	Группа Разгуляй, БО-2	2 000 000 000	1/-	ДИСКОНТ
09.10	Группа Разгуляй, БО-6	500 000 000	1/-	ДИСКОНТ

В нынешних условиях первичных размещений немного, а имеющиеся носят, вероятно, нерыночный характер. В понедельник Газпромбанк разместил 3-й выпуск облигаций объемом 10 млрд. рублей. Ставка первого купона утверждена в размере 11%, ставки последующих купонов составят MosPrime 3M + 192 б.п. Группа Разгуляй, как и на прошлой неделе, разместила 2 выпуска годовых биржевых облигаций серии объемом 2 млрд. рублей и 500 млн. рублей по цене 87,37% от номинала.

### Размещения на неделе

На текущей неделе первичных размещений вообще не планируется. Первоначально запланированное на 13 октября размещение облигаций



ФинансБизнесГрупп объемом 3 млрд. рублей было перенесено на следующую неделю.

### Прошедшие погашения и оферты

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
07.10	МДМ-Банк, 3	6 000 000 000	оферта – 100% (около 90% от объема)
07.10	Сувар-Казань, 1	900 000 000	оферта – 100% (около 77% от объема)
07.10	Северная Казна, 1	1 000 000 000	оферта – 100% (почти весь объем был выкуплен в предыдущую оферту)
08.10	Банк Зенит, 4	3 000 000 000	оферта – 100% (около 66% от объема)
08.10	Волгабурмаш, 1	600 000 000	погашение
09.10	Лаверна, 1	1 000 000 000	оферта – 100% (около 53% от объема)
09.10	Банк Союз, 2	2 000 000 000	оферта – 101,27% (около 98% от объема)
09.10	Холидей Финанс, 1	1 500 000 000	оферта – 100% (около 93% от объема)
09.10	Русские Масла, 2	1 000 000 000	оферта – 100%
09.10	Национальный Капитал, 1	3 000 000 000	оферта – 100% (ни одной бумаги)
10.10	Автовазбанк, 1	800 000 000	оферта – 100% (около 95% от объема)
10.10	АПК Аркада, 3	1 200 000 000	оферта – 100%
10.10	Россельхозбанк, 4	10 000 000 000	оферта – 100% (около 32% от объема)

На прошедшей неделе состоялось внушительное количество оферт общим объемом свыше 30 млрд. рублей. С одной стороны, многие эмитенты успешно прошли через данную процедуру, с другой стороны, список эмитентов, допустивших технический дефолт, пополнился новыми именами.

Большинству эмитентов, удачно прошедших через процедуру оферты, не удалось оставить хотя бы некоторую часть выпуска в рынке. Банку Северная Казна к выкупу был предъявлен небольшой объем, так как около 98% выпуска было приобретено во время предыдущей оферты.



Низкий объем предъявленных бумаг по выпуску Лаверны вероятно свидетельствует о договоренностях с эмитентом, так как установленная ставка купона не соответствует рыночным реалиям, ни одной предъявленной бумаги по выпуску Национального капитала свидетельствует о том, что весь объем выпуска находится вне рынка.

Крупные банки (МДМ-Банк, Банк Zenit, Банк Союз, Россельхозбанк) относительно безболезненно прошли через процедуру оферты, хотя к выкупу был предъявлен достаточно большой объем облигаций. Определенные трудности возникли у Банка Союз, исполнявшего обязательства по цене 101,27% от номинала. Несмотря на то, что к выкупу было предъявлено около 98% выпуска, эмитент справился с обязательствами в полном объеме.

Эмитент Сувар-Казань, ранее допустивший технический дефолт по выплате купона, исполнил обязательства по оферте в полном объеме. К выкупу было предъявлено около 77% от объема выпуска.

С другой стороны, список реальных и технических дефолтов на прошедшей неделе пополнился новыми именами. Компания Русские масла за 7 дней не успела расплатиться по купону, тем самым технический дефолт превратился в реальный. Более того, 9 октября обязательства по оферте в размере 988 млн. рублей (почти весь объем выпуска) также не были исполнены. Руководство компании обещает расплатиться с владельцами облигаций до конца октября.

Агрохолдинг Аркада допустил технический дефолт по выкупу облигаций в рамках оферты на сумму 1,16 млрд. рублей. По заявлению менеджмента компании, Аркада не смогла исполнить обязательства “в связи со сложившейся кризисной ситуацией на российском финансовом рынке, которая негативно отразилась на финансово-хозяйственной



деятельности эмитента”. Таким образом, аграрный сектор становится еще одним проблемным сегментом рынка облигаций.

Кроме того, 8 октября производитель бурового оборудования для нефтяной отрасли Волгабурмаш не смог в полном объеме погасить дебютный выпуск облигаций и объявил технический дефолт. Компания выплатила последний купон, но погасила облигаций только на 347 млн. руб. (объем выпуска 600 млн. руб.). Руководство компании также обещает выплатить оставшуюся часть в ближайшее время.

В последнее время технические дефолты приобрели массовый характер и стали неотъемлемой частью рынка. В условиях финансового кризиса и продолжающегося кризиса доверия новые технические дефолты могут происходить с еще большей скоростью.

В 2008 году следующие эмитенты были вынуждены объявлять о техническом или реальном дефолте:

### Список технических и реальных дефолтов

Эмитент	Вып.	Дата	Вид просрочки	Невыпл. объем	Причина	Итог
Марта Финанс	1	22.05.2008	Погашение	752 000 000	Краткосрочное отсутствие средств для погашения	Погашен 23.05
Миннеско	1	16.06.2008	Купон и оферта	500 000 000	Отсутствие денежных средств в связи с резким сокращением спроса и введением таможенных пошлин	Не выплачен
Арбат и Ко	1	20.06.2008	Купон и погашение	1 500 000 000	Финансовые проблемы сети Арбат Престиж	Выплачен 27.06
ГОТЭК	2	23.06.2008	Оферта	1 040 000 000	Недостаток средств для столь большого объема, предъявленного к оферте	Исполнена двумя траншами (04.07 и 17.07)
Мострансавто-Финанс	1	24.06.2008	Оферта	500 000 000	Техническая причина	Исполнена 25.06
Держава-Финанс	1	29.07.2008	Купон и оферта	267 000 000	Затруднения с ликвидностью	Купон выплачен 04.08, оферта пока не исполнена
Агрохолдинг-Финанс	1	01.08.2008	Оферта	264 000 000	Техническая ошибка расчета даты оферты	Исполнена 04.08
Марта Финанс	3	06.08.2008	Купон и оферта	1 200 000 000	Затруднительное финансовое положение	Не выплачен



АЛПИ-Инвест	1	26.08.2008	Оферта	1 440 000 000	Временное отсутствие ликвидности	Выкуплено около трети бумаг, оставшиеся обещают выкупить в ближайшее время
СЗЛК-Финанс	1	02.09.2008	Купон и оферта	1 057 000 000	Неожиданный отказ в предоставлении кредита	Не выплачен
Дикси	1	19.09.2008	Купон	138 360 000	Техническая сложность в связи с приостановкой торгов	Выплачен 22.09
НПО Сатурн	2	22.09.2008	Купон	125 340 000	Технические затруднения в связи с нестабильностью банковской системы	Выплачен 26.09
Радионет	2	24.09.2008	Купон	82 270 000	Нехватка средств из-за ситуации на финансовом рынке и технический сбой у платежного агента	Выплачен двумя траншами (26.09 и 30.09)
Сувар-Казань	1	30.09.2008	Купон	68 436 000	Техническая ошибка при переводе денежных средств платежному агенту	Выплачен 01.10
Новосиб. оловянный комбинат	2	02.10.2008	Оферта	346 000 000	Задержка в завершении сделок по продаже части активов	Пока не выплачен
Русские масла	2	02.10.2008 09.10.2008	Купон и оферта	62 000 000 и 988 000 000	Временные затруднения с ликвидностью	Пока не выплачен
Волгабурмаш	1	10.10.2008	Погашение	253 000 000	Затруднения с ликвидностью	Погашена только часть выпуска (347 из 600 млн.)
АПК Аркада	3	10.10.2008	Оферта	1 160 000 000	Затруднения с ликвидностью в связи с кризисной ситуацией на финансовом рынке	Пока не исполнена

### Погашения и оферты на неделе

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
14.10	ВТБ-24, 1	6 000 000 000	оферта – 100%
14.10	Инвестторгбанк, 2	350 000 000	погашение
16.10	ХКФ Банк, 4	3 000 000 000	оферта – 100%
16.10	Паркет-Холл-Сервис, 1	300 000 000	оферта – 100%
16.10	Глобус-Лизинг-Финанс, 3	500 000 000	погашение
17.10	РИГрупп, 2	1 500 000 000	оферта – 100%

Объем выпусков, которым предстоит пройти через оферту на текущей неделе, существенно меньше объема предыдущей недели. Более того, значительная часть данного объема приходится на крупные банки ВТБ-24 и ХКФБ, у которых вряд ли возникнут проблемы. Поэтому есть



основания надеяться, что наша таблица технических дефолтов не пополнится новыми именами.

### **Основные новости**

Президент РФ Дмитрий Медведев считает, что меры, принятые Правительством для поддержки финансовой системы страны, на сегодняшний день достаточны;

Правительство РФ рассматривает возможность льготного кредитования машиностроения на приобретение производственных мощностей;

Агентство по страхованию вкладов снизило ставку страховых взносов банков, ежеквартально уплачиваемых в фонд страхования вкладов, до 0,10 % с 0,13 %, что должно уменьшить нагрузку на банки в условиях нехватки ликвидности;

Министерство экономического развития РФ планирует в ноябре объявить новый прогноз по инфляции на 2008 год. Официальный прогноз Правительства и ЦБ по инфляции на 2008 год, утвержденный в августе, составляет 10,5-11,8%;

Инфляция в России в сентябре составила 0,8%, за период с начала года – 10,6% (в сентябре 2007 года – 0,8%, за период с начала года – 7,5%). Инфляция в России за первую неделю октября составила 0,2%;

ВТБ и Сбербанк получили рекомендации от Правительства РФ выделить средства на кредитование 9 крупнейших продуктовых ритейлеров;

Первый зампред ЦБ А.Улюкаев не исключил возможности снижения ключевых ставок;

Министерство Финансов приостанавливает аукционы по размещению ОФЗ в связи с ситуацией на рынке;

Госдума РФ одобрила в трех чтениях законопроект, предоставляющий трехмесячную отсрочку при уплате НДС.



## **ИК РУСС-ИНВЕСТ**

**Открытое акционерное общество**

---

119034 г. Москва, Всеволожский пер., дом 2, стр.2

Тел.: (495) 363-9380

Факс: (495) 363-9390

[HTTP://www.russ-invest.com](http://www.russ-invest.com)

### **Корпоративное финансирование и финансовое консультирование:**

Вице-Президент – зам. Генерального директора, член Правления

Владимир Аленичев

([corpfin@russ-invest.com](mailto:corpfin@russ-invest.com))

### **Отдел корпоративных финансов**

Старший эксперт:

Антон Дроздов

тел. 363-93-80, доб. 133

[corpfin@russ-invest.ru](mailto:corpfin@russ-invest.ru)

### **Отдел финансового консультирования:**

Ведущий специалист:

Наталья Донцова

тел. 363-93-80, доб. 162

[fincons@russ-invest.ru](mailto:fincons@russ-invest.ru)

### **Аналитический отдел**

Начальник отдела:

Дмитрий Беденков ([research@russ-invest.com](mailto:research@russ-invest.com))

### **Клиентский отдел**

Зам. начальника отдела:

Дмитрий Оказин ([client@russ-invest.com](mailto:client@russ-invest.com))