



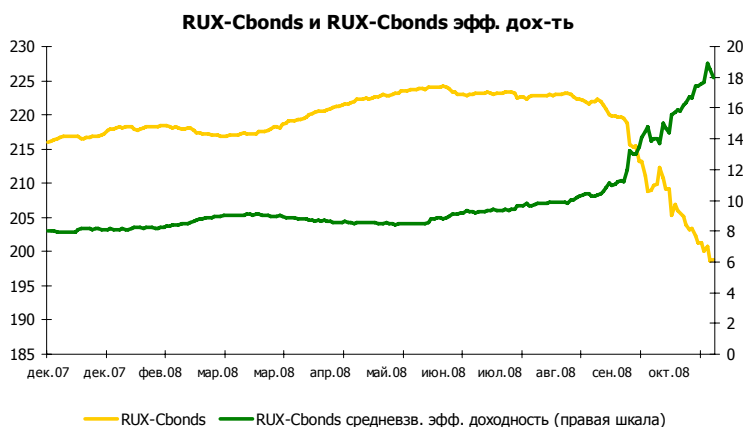
20.10-24.10.2008 г.

**Новые меры регуляторов в действии.**

**Относительное восстановление денежного рынка.**

**Очередные технические дефолты**

Прошедшая неделя для внутреннего рынка рублевых облигаций оказалась достаточно спокойной и протекала в русле событий уже характерных для текущей конъюнктуры. Рынку облигаций все так же свойственны практически абсолютное отсутствие торговой ликвидности, отрицательная динамика котировок и все продолжающийся рост средних доходностей, широкие bid/ask спрэды (в случае, если бида вообще присутствуют), необъяснимые ценовые диспропорции даже между выпусками одного эмитента, возможность изменения уровней доходности на несколько процентных пунктов даже из-за единичной сделки, появление все новых эмитентов, допустивших технические дефолты. Таким образом, анализировать ситуацию на долговом рынке достаточно проблематично в связи с отсутствием существенных событий и недостатком значимой индикативности в котировках ценных бумаг. Кроме того, по сравнению с предыдущей неделей практически не было объявлений о новых глобальных действиях властей по поддержанию финансовой системы, в основном события были связаны с началом применения ранее объявленных мер. Однако относительно долгового рынка эти меры были практически незаметны, в частности, ожидаемого появления средств Фонда Национального Благосостояния не произошло. Соответственно, средства, предоставляемые властями на поддержку финансовой системы,

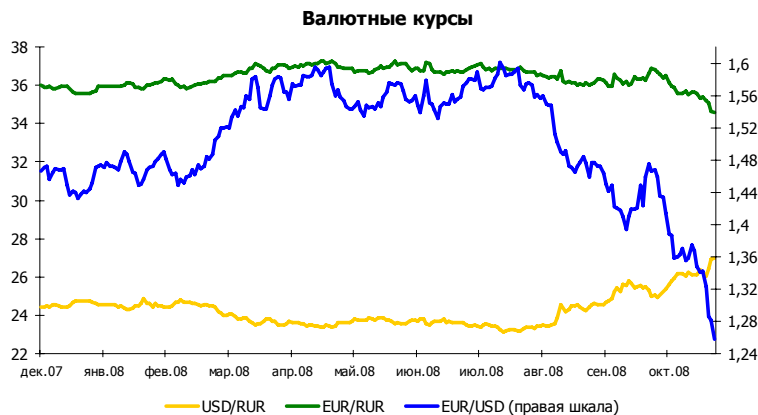




пока не трансформируются в спрос на рублевые облигации. Пошатнувшиеся позиции рубля, стремление инвесторов избежать кредитных рисков, негативный внешний фон, многократно увеличившиеся проблемы рефинансирования и, соответственно, риск новых дефолтов – все это сказывается на инвестиционной привлекательности рублевых активов. В общем, по сравнению с денежным рынком, на котором случилось некоторое улучшение ситуации, на рынке облигаций существенных изменений не произошло. Хотя, с одной стороны, падение все-таки несколько замедлилось, с другой стороны, это, в первую очередь, связано с очень низкой ликвидностью рынка.

Основные события в начале недели ожидаемо происходили на валютном рынке. После появления слухов об ожидаемой резкой девальвации рубля появились первые признаки паники у широких масс населения, чем не преминули воспользоваться многочисленные пункты обмена валюты, спрэды между покупкой и продажей достигали трех рублей. Несмотря на отсутствие какого-либо логического обоснования возможной девальвации рубля Центральным Банком, на торгах рубль (впрочем, как и евро) испытывает серьезное давление со стороны все укрепляющегося доллара.

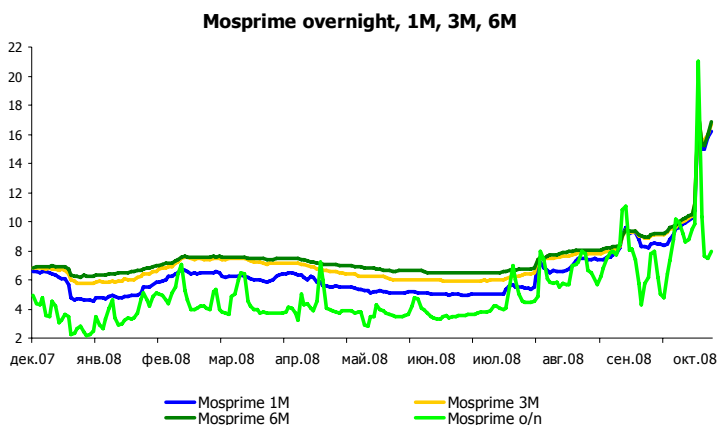
В понедельник после установления лимита на объем средств, предоставляемых по операциям валютного свопа с Центральным Банком в размере 50 млрд. рублей, некоторые участники со значительным объемом





валюты ощутили дефицит рублевой ликвидности. Это привело к ажиотажному спросу на межбанковском рынке, что отразилось на уровне понедельничной ставки Mosprime Overnight в размере 21%, а затем к необходимости продавать доллары на валютном рынке, что привело к краткосрочному укреплению рубля к доллару на 30 копеек. Однако почти сразу после удовлетворения необходимой рублевой потребности курс доллара вернулся к предыдущим уровням, а затем продолжил свое укрепление. Кроме того, на такой резкий рост ставки Mosprime повлияла и необходимость уплаты части квартального НДС. Однако уже к концу дня, благодаря проведению Банком России первого аукциона по предоставлению банкам беззалоговых кредитов, стоимость краткосрочной ликвидности снизилась до 4-5%, в дальнейшем этот уровень был характерен для денежного рынка в течение всей недели.

Вообще данный аукцион оказал достаточно сильное воздействие на уровень свободной ликвидности в банковской системе и нормализовал ситуацию на межбанковском рынке. На первом аукционе срок размещения кредитов составил 5 недель, максимальный объем, который ЦБ был готов предоставить, составлял 700 млрд. рублей, было размещено чуть меньше 400 млрд. рублей, ставка отсечения совпала с минимальной ставкой и составила 8,5%. Из 116 потенциальных участников (банки, имеющие рейтинг не ниже «В-» (Standard&Poors, Fitch) или «В3» (Moody`s) в аукционе приняли участие 84 банка. Проведение таких аукционов,

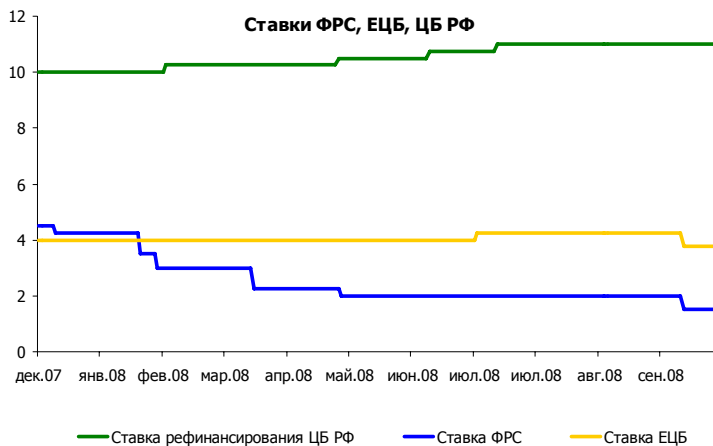




вероятно, является наиболее эффективной мерой по обеспечению банковского сектора необходимой ликвидностью, оживлению межбанковского рынка и преодолению кризиса доверия из-за практически максимально возможного круга потенциальных претендентов на относительно длинные деньги. Более того, в связи с данной мерой сократились продажи бумаг по любым ценам, лишь бы закрыть позицию.

В конце недели появились некоторые признаки появления на рынке государственных средств, предназначенных для покупки акций и облигаций. Во вторник Министерство Финансов перечислило Внешэкономбанку 175 млрд. рублей, предназначенных для этих целей. Средства будут инвестироваться в размере, не превышающем 5 млрд. рублей в день (процентное соотношение инвестирования между акциями и облигациями пока непонятно). Однако появление дополнительного спроса в некоторых государственных бумагах и отдельных корпоративных выпусках, возможно, связано не с появлением государственных средств, а с осторожными попытками инвесторов снова выходить на перепроданный рынок.

В четверг Центральный Банк провел второй аукцион по предоставлению беззалоговых кредитов, однако он, в отличие от первого, практически не вызвал интереса. Объем спроса составил около 33 млрд. рублей из возможных 400 млрд., ставка на 5 недель была определена в размере 9,5%. Невысокий спрос на аукционе был вероятнее всего вызван

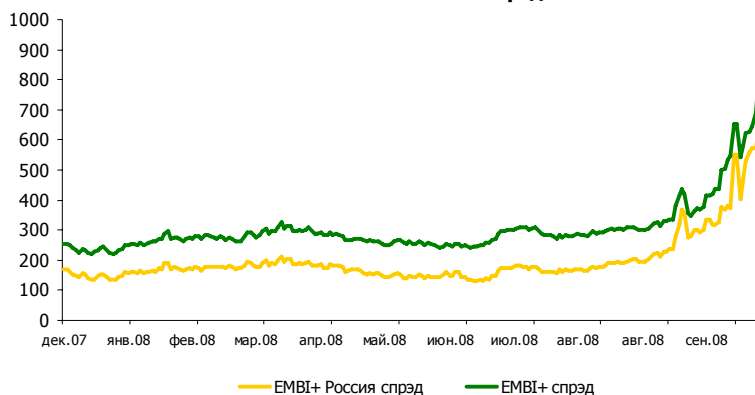




относительной дороговизной предложенных средств и их краткосрочностью. Ставки на межбанке в тот момент уже были ниже предлагаемых на аукционе, кроме этого, параллельно также происходили аукционы по размещению временно свободных средств ЖКХ, и банки, имеющие к ним доступ, заняли деньги именно на них, где стоимость предложенных средств была значительно ниже. Необходимо отметить, что на текущей неделе ЦБ РФ планирует провести еще два беззалоговых аукциона, но уже с меньшими максимальными объемами и по еще большим ставкам. Возможно, эти аукционы будут использованы банками для привлечения средств, которые будут использованы для предстоящих на текущей неделе платежей по уплате НДС и налога на прибыль.

Более того, в качестве дополнительной меры по дестимулированию оттока капитала из России Совет директоров Банка России принял решение о повышении с 24 октября фиксированных процентных ставок по проводимым им депозитным операциям. Депозитные ставки по привлечению средств были повышены на 50 базисных пунктов. Также Центральный Банк ввел специальный контроль за расходованием средств, предоставленных посредством механизма беззалогового кредитования. Данная мера служит для борьбы со спекулянтами, направляющими полученную на аукционе ликвидность на покупку иностранной валюты. Таким образом, монетарные власти осуществляют максимально эффективные и своевременные действия по сохранению стабильности

EMBI+ Россия и EMBI+ спрэд





финансовой системы. Ограничение спекулятивных операций, сокращение операций валютный своп, а также четкие и однозначные выступления представителей Центрального Банка и Правительства уже привели к стабилизации денежного рынка.

Более того, Банк России готов приложить максимум усилий, чтобы не допустить банкротства крупных и средних банков. В частности, ЦБ готов помогать банкам, готовым спасти и покупать банки, попавшие в затруднительную ситуацию. Нельзя допустить подрыва доверия к банковской системе у широких масс населения, иначе кризис доверия может принять глобальные масштабы. Исходя из беспрецедентных мер, направленных на стабилизацию банковского сектора, основной задачей монетарных властей является именно сохранение доверия к банковской системе.

Одним из негативных моментов предыдущей недели стал пересмотр агентством Standard&Poor's прогноза по суверенным кредитным рейтингам Российской Федерации со "стабильного" на "негативный". В то же время долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте был подтвержден на уровне "BBB+". Аналитики агентства связывают понижение прогноза в первую очередь со значительным уменьшением золотовалютных резервов страны и тенденцией к продолжению их снижения. Нам кажется, что Standard&Poor's ведет себя несколько непоследовательно. Накопленный объем золотовалютных резервов (третий в мире) выгодно отличает Россию от остальных развивающихся стран, которые также используют резервы для борьбы с кризисом, однако их рейтинги и прогнозы остаются на прежнем уровне. На наш взгляд, меры Правительства являются оправданными и своевременными, золотовалютные резервы и различные



фонды как раз и нужны для того, чтобы использовать их в кризисных ситуациях.

С другой стороны, агентство Moody's подтвердило "позитивный" прогноз по суверенным рейтингам России. Аналитики агентства считают, что наличие достаточных долгосрочных резервов, а также решительные действия властей должны помочь России преодолеть текущий мировой финансовый кризис.

### Прошедшие размещения

| Дата  | Эмитент         | Объем          | Погашение/оферта | Купон |
|-------|-----------------|----------------|------------------|-------|
| 21.10 | АК БАРС БАНК, 4 | 5 000 000 000  | 5/1,5            | 13,0  |
| 23.10 | МТС, 1          | 10 000 000 000 | 5/1,5            | 14,01 |

На прошедшей неделе состоялось два достаточно крупных размещения облигаций Ак Барс Банка и МТС, про каждое из которых с большой долей вероятности можно сказать, что оно носило нерыночный характер. Ставки по данным облигациям были установлены на уровнях 13,0% и 14,01% соответственно, выпуски размещены полностью. Для текущей рыночной ситуации данные ставки являются относительно низкими, предыдущие выпуски данных эмитентов торгуются с более высокими уровнями доходности. Привлечение рублевого долга в крупном размере в текущих условиях является очевидным успехом, которым могут похвастаться немногие компании, даже несмотря на нерыночность размещения. Скорее всего, по мере восстановления рынка и возвращения доходностей к прежним уровням, данные бумаги будут пользоваться особым спросом.

### Размещения на неделе

| Дата  | Эмитент                  | Объем         | Погашение/оферта | Ориентир    |
|-------|--------------------------|---------------|------------------|-------------|
| 27.10 | Ханты-Мансийский банк, 1 | 3 000 000 000 | 3/1              | купон – 14% |
| 28.10 | АК БАРС БАНК, 3          | 3 000 000 000 | 3/1              |             |



|       |                    |                |       |
|-------|--------------------|----------------|-------|
| 28.10 | МТС, 2             | 10 000 000 000 | 7/1,5 |
| 29.10 | Разгуляй-Финанс, 5 | 2 000 000 000  | 5/1   |

Интересно, что на текущей неделе эти же два эмитента (Ак Барс Банк и МТС) разместят еще два крупных выпуска. Также к ним присоединятся Ханты-Мансийский банк (3 млрд. рублей) и Разгуляй-Финанс (2 млрд. рублей). На рыночный характер всех планируемых размещений также не приходится рассчитывать.

### Прошедшие погашения и оферты

| Дата  | Эмитент                  | Объем         | Погашение/оферта                    |
|-------|--------------------------|---------------|-------------------------------------|
| 20.10 | ПФПГ-Финанс, 1           | 1 100 000 000 | оферта – 100%                       |
| 20.10 | Амазонит, 1              | 100 000 000   | оферта – 100%                       |
| 22.10 | МОСМАРТ ФИНАНС, 1        | 2 000 000 000 | оферта – 100% (около 97% от объема) |
| 23.10 | Группа Джэй Эф Си, 1     | 2 000 000 000 | оферта – 100% (около 29% от объема) |
| 23.10 | Виват-Финанс, 1          | 1 000 000 000 | оферта – 100%                       |
| 23.10 | Томск-Инвест, 1          | 500 000 000   | оферта – 100%                       |
| 23.10 | Юниаструм Банк, 2        | 1 500 000 000 | оферта – 100% (около 93% от объема) |
| 23.10 | Иркутская область        | 900 000 000   | погашение                           |
| 24.10 | Банк Русский стандарт, 8 | 5 000 000 000 | оферта – 100% (около 96% от объема) |
| 24.10 | ТКС Банк, 1              | 1 005 502 000 | оферта – 100% (около 35% от объема) |

На прошедшей недели процедуру оферты проходили 9 эмитентов. Эмитенты крупных выпусков справились с прохождением оферты, хотя большинству был предъявлен к выкупу почти весь объем выпуска (Мосмарт, Юниаструм Банк, Банк Русский Стандарт). Перед офертой определенные опасения были относительно способности пройти оферту по бумагам Мосмарта (облигации торговались по 80% за несколько дней до оферты), однако затем Мосмарт вошел в список ритейлеров, допущенных к возможной государственной помощи и заключил долгосрочное соглашение со Сбербанком.



Двум эмитентам к выкупу были предъявлены незначительные объемы, однако это, вероятно, связано либо с определенными договоренностями с держателями (как в случае Группы Джэй Эф Си), либо с нерыночным характером размещения (в случае ТКС Банка).

В текущих условиях ни одной недели не обходится без очередного технического дефолта. На прошедшей неделе технический дефолт оказался достаточно необычным, его допустила компания Томск-Инвест, созданная Фондом Государственного имущества Томской области. Инвесторы предъявили к выкупу облигации на сумму порядка 420 млн. рублей, однако компания смогла выкупить бумаги лишь на 28 млн. В компании технический дефолт объясняют возникновением у эмитента временных затруднений с ликвидностью. Технический дефолт такого эмитента является достаточно тревожным сигналом для рынка, так как поручителем по займу является Томская область. Если причина дефолта не чисто техническая и средства для выплат инвесторам не будут перечислены в ближайшие дни, то это может вызвать переоценку рисков всех квазисуверенных заемщиков.

Также на прошедшей неделе произошли два технических дефолта, связанных с невыплатой купонного дохода. 22 октября розничная сеть Самохвал не выплатила купон по облигациям первой серии в размере 14 млн. рублей. В этот же день купон не был выплачен и по первому выпуску КД авиа-Финансы. Обе компании обещают в ближайшее время найти необходимые средства и расплатиться с держателями облигаций (купонные выплаты в полном объеме обеими компаниями были произведены в понедельник).

Кроме того, на неделе завершилась история с выплатой купонного дохода по облигациям Торгового дома Русские масла. Напомним, что 02 октября эмитент не исполнил обязательства по выплате купонного дохода,



затем 15 октября денежные средства были перечислены Альфа-Банку, выступающему в роли платежного агента, однако банк, несмотря на то, что данные средства имеют строго целевое использование, списал деньги на свой счет в качестве погашения предыдущих просроченных кредитов Русских масел. 20 октября Русские масла повторно произвели выплату купонного дохода, не прибегая к услугам платежных агентов.

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                                    |



**РУСС-ИНВЕСТ**  
инвестиционная  
компания

## Еженедельный обзор внутреннего рынка облигаций

|                             |   |                          |                |  |  |  |
|-----------------------------|---|--------------------------|----------------|--|--|--|
| 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<br>09.10.2008 | Купон и оферта | Купон<br>62 000 000 и<br>оферта<br>988 000 000 | Временные затруднения с ликвидностью   | Купон выплачен 20.10, обязательства по оферте пока не исполнены            |
| Волгабурмаш                 | 1 | 10.10.2008               | Погашение      | 253 000 000                                    | Затруднения с ликвидностью   | Погашен 14.10  |
| 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  |
| Арктел-инвест               | 2 | 13.10.2008               | Купон          | 69 000 000                                     | Технический сбой операционной системы  | Выплачен 15.10.2008  |
| Агрохолдинг-Финанс          | 1 | 17.10.2008               | Купон          | 31 790 000                                     | Временные затруднения с ликвидностью   | Пока не выплачен   |
| Самохвал                    | 1 | 22.10.2008               | Купон          | 108 450 000                                    | Затруднительное финансовое положение   | Выплачен 27.10   |
| КД авиа-Финансы             | 1 | 22.10.2008               | Купон          | 79 780 000                                     | Временные затруднения с ликвидностью в связи с ситуацией на финансовом рынке               | Выплачен 27.10   |
| Томск-Инвест                | 1 | 23.10.2008               | Оферта         | 394 440 000                                    | Технические затруднения с ликвидностью   | Пока не выплачен   |
| Банана-мама                 | 1 | 24.10.2008               | Купон          | 59 840 000                                     | Затруднения с ликвидностью   | Пока не выплачен   |



**РУСС-ИНВЕСТ**  
инвестиционная  
компания

## Еженедельный обзор внутреннего рынка облигаций

### Погашения и оферты на неделе

| Дата  | Эмитент                         | Объем         | Погашение/оферта |
|-------|---------------------------------|---------------|------------------|
| 27.10 | ЕДИНАЯ ЕВРОПА, 1                | 1 200 000 000 | оферта – 100%    |
| 27.10 | БТА Банк (Россия), 2            | 900 000 000   | погашение        |
| 28.10 | АКИБАНК, 1                      | 600 000 000   | оферта – 100%    |
| 28.10 | БАНАНА-МАМА, 1                  | 1 000 000 000 | оферта – 100%    |
| 28.10 | КД авиа-Финансы, 1              | 1 000 000 000 | оферта – 100%    |
| 29.10 | Синергия, 1                     | 1 000 000 000 | оферта – 100%    |
| 30.10 | Белазкомплектплюс, 1            | 500 000 000   | оферта – 100%    |
| 31.10 | Нордтекс (УК ТХ Яковлевский), 1 | 1 000 000 000 | погашение        |
| 31.10 | Русский международный банк, 1   | 1 000 000 000 | оферта – 100%    |

На текущей неделе процедуру оферты предстоит пройти 7 выпускам на общую сумму 6,3 млрд. рублей. Можно сказать, что в зоне риска дефолта находятся практически все эмитенты, причем по выпускам Банана-Мама и КД авиа-Финансы уже был допущен технический дефолт по выплате купонного дохода (по облигациям КД авиа-Финансы купон был выплачен с пятидневной задержкой). Также можно быть уверенным в том, что каждому эмитенту к выкупу будет предъявлен весь объем облигаций, находящийся в настоящий момент на рынке. Однако будем надеяться, что наша таблица технических дефолтов не пополнится новыми именами.

## 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)

### Аналитический отдел

Начальник отдела:

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