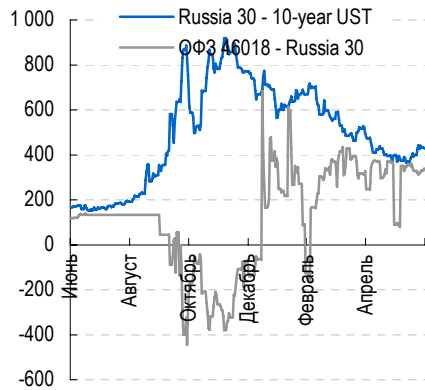
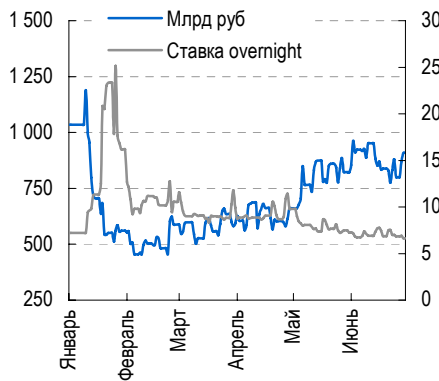


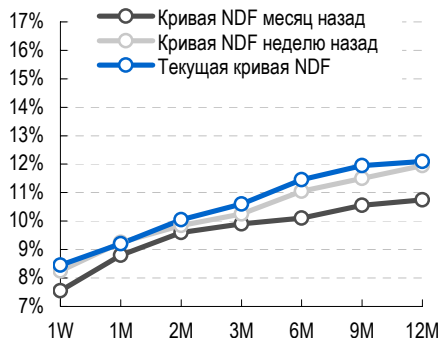
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



Кривая ставок NDF



Календарь событий

1 июл	Индекс деловой активности ISM Manf.
1 июл	Данные по рынку недвижимости (США)
2 июл	Уровень безработицы в США (Payrolls)
2 июл	Объем промышленных заказов (США)
2 июл	Кол-во обращений за пособ. по безработице (США)
6 июл	Индекс деловой активности ISM Non-Manf.
9 июл	Кол-во обращений за пособ. по безработице (США)
9 июл	Данные по оптовым запасам (США)

Рынок еврооблигаций

- Вчерашняя статистика была скорее негативной. Акции снизились, а вместе с ними почему-то и **US Treasuries**. В целом, «боковик» продолжается (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ считает безопасным снижение ставок еще на 150бп и рассуждает о возможной модификации механизма репо (стр.3)

Новости, комментарии и идеи

- Рольф (Саа1/ССС+) вовремя отчитался за 2008 г. по МСФО.** Мы по-прежнему считаем привлекательным выпуск ROLFGP 10, даже после впечатляющего роста котировок в июне (подробный комментарий на стр. 4)
- Банк Русский Стандарт (Ва3/В+) выплатит в форме дивидендов за 2008 г. всю прибыль за этот период, т.е. 3.9 млрд. руб.** (Источник: АК&М). В принципе, это не очень хорошая новость для кредиторов. В период всеобщего роста просрочки и призывов к рекапитализации Русский Стандарт, наоборот, сокращает капитал. Однако, с другой стороны, в последнее время банк последовательно «сворачивал» баланс, сохраняя неплохую рентабельность, т.е. у него действительно может быть очень устойчивое положение и избыточный капитал. Мы считаем еврооблигации Русского Стандарта неплохим выбором в текущих условиях.
- КБ Ренессанс Капитал (NR/В-ССС) получит от собственника помощь в размере 3 млрд. руб.** Это следует из официальных документов банка (Источник: Интерфакс). Насколько мы поняли из разговора с представителем КБ РенКап, речь идет о регулярном канале получения финансирования со стороны акционера, который поддерживает банк по мере необходимости. Мы думаем, что это хорошая новость для держателей облигаций КБ РенКап. На наш взгляд, акционер имеет и возможность (в определенных пределах), и желание поддержать банк, т.к. активы акционера сконцентрированы в финансовом секторе, где репутация имеет решающее значение. Мы считаем приемлемым соотношение риск/доходность в облигациях КБ РенКап (YTW 30%).
- Вкратце: Fitch ухудшило прогноз роста доли просроченных кредитов в российских банках до 15-40% в течение года, оценив их потребность в капитале на уровне 20-80 млрд. долл. в зависимости от сценария** (Источник: Reuters).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.54	+0.06	+0.08	+1.33
EMBI+ Spread, бп	424	-22	-36	-266
EMBI+ Russia Spread, бп	392	-6	+10	-351
Russia 30 Yield, %	7.73	-0.03	+0.28	-2.12
ОФЗ 46018 Yield, %	10.96	-0.20	+2.62	+2.51
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	470.3	+15.1	+56.2	-398.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	508.8	+56.0	+101.4	+343.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	95.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.63	-0.27	-0.87	-0.57
RUR/Бивалютная корзина	36.80	-0.12	+0.24	+2.00
Нефть (брент), USD/барр.	69.3	-1.7	+3.8	+23.7
Индекс РТС	987	+36	-101	+355

Рынок еврооблигаций

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

«БОКОВИК» ПРОДОЛЖАЕТСЯ

Американские и европейские индексы акций вчера потеряли около 1%. Вместе с тем, индекс вмененной волатильности **VIX** вчера впервые снизился до уровней, которые мы видели до коллапса **Lehman Brothers**. Формально это означает, что рынки успокаиваются, а инвесторы уже не ждут больших потрясений. Еще один индикатор аппетита к риску – спрэд облигаций **Investment Grade** – тоже вернулся на уровень начала сентября 2008 г (Источник: Merrill Lynch, Bloomberg).

Причина вчерашнего падения рынков акций, по всей видимости, заключается в невзрачной макроэкономической статистике, поступавшей в течение дня:

- в **Японии** вышли довольно слабые цифры по рынку труда (безработица растет, а предложение вакансий снижается);
- в **Великобритании** в худшую сторону была пересмотрена оценка ВВП за 1-й квартал;
- темпы роста денежной массы в **Еврозоне** остаются катастрофически низкими: несмотря на смягчение кредитно-денежной политики **ЕЦБ** кредитная активность падает;
- в **США** индекс **уверенности потребителей** оказался заметно хуже прогнозов (ожидали роста, а на деле произошло снижение показателя).

Впрочем, справедливости ради нужно сказать, что не все вчера было так уж мрачно. Согласно отчету **S&P/CaseShiller**, падение цен на недвижимость в США в апреле замедлилось. Кроме того, несколько лучше ожиданий оказался индекс деловой активности **Chicago PMI**.

На общем фоне вчера несколько необычно вел себя рынок **US Treasuries**. Несмотря на снижение акций и довольно слабую статистику, котировки казначейских бумаг снижались: **10-летние ноты** завершили день на отметке 3.54% (+6бп). Возможно, инвесторы просто фиксировали прибыль в конце квартала после двухнедельного ралли в **UST**.

EMERGING MARKETS

Еврооблигации **Emerging Markets** вчера показали себя довольно неплохо. Котировки основных бенчмарков подросли и, как следствие, ощутимо сузились спреды (**EMBI+** откатился к отметке 424бп, -22бп). Российский выпуск **RUSSIA 30** (YTM 7.73%) торговался в широком диапазоне 98 ½ – 99 3/8. В корпоративном сегменте мы отметили интерес к бумагам **Евраз** и **ВымпелКома**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЦБ РАССУЖДАЕТ О СНИЖЕНИИ СТАВОК И МОДИФИКАЦИИ МЕХАНИЗМА РЕПО

Выступая на конференции, заместитель директора департамента операций на финансовых рынках **Центробанка Георгий Гамбаров** сказал, что, по расчетам регулятора, ключевые процентные ставки могут быть снижены еще на 1.5пп без больших рисков. Новость, безусловно, позитивна для инвесторов в облигации из «списка репо ЦБ».

Несколько комментариев относительно самого механизма репо вчера сделал коллега г-на **Гамбарова С.Швецов**. Наиболее важным нововведением, на наш взгляд, станет возможность рефинансироваться под «корзину» ценных бумаг (хорошо бы, чтобы и на векселя эту практику распространили). Кроме того, планируется усовершенствовать маржинальный механизм (можно будет менять предмет залога), а также ожидается расширение залоговой базы за счет долговых инструментов, имеющих в своей структуре обеспечение.

На валютном рынке вчера было мало интересного. Несмотря на сравнительно «дорогую» нефть, рубль «стоял» на месте (корзина колебалась около 36.80 рублей). На денежном рынке наблюдается полный штиль: ставки **overnight** вчера снизились примерно на 50бп до 6.5%.

Любопытно, но традиционного для окончания квартала всплеска «технических сделок» вчера не наблюдалось – видимо потому, что отчетный период и без того заканчивается на «мажорной» ноте. Торговая активность вчера была не очень высокой, и обошлось без существенного изменения котировок. Наверное, стоит отметить только одного из наших «фаворитов» – выпуск **Москва-54** (УТМ 15.32%), который вчера пользовался высоким спросом и подорожал примерно на 30бп.

Вчера компания **ФСК** заявила, что рассматривает возможность размещения облигаций на 50 млрд. рублей. А заместитель министра финансов РФ **Д.Панкин** сказал, что в следующем году государство может увеличить объем эмиссии **ОФЗ** до 1 трлн. рублей (в этом году – порядка 500 млрд. рублей). Насколько мы понимаем, значительная доля эмиссии придется на нерыночные выпуски, которыми будут оплачены акции рекапитализируемых банков.

Рольф (Саа1/ССС+) вовремя отчитался за 2008 г. по МСФО

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

Вчера Группа компаний Рольф опубликовала на своем сайте (www.rolfgroup.com) отчетность по международным стандартам за 2008 г., заверенную аудиторами. Ключевые цифры и коэффициенты представлены в таблице ниже. Вот основные моменты, которые, на наш взгляд, инвесторы должны знать в связи с опубликованной отчетностью:

- Рольф отчитался вовремя - условия выпуска еврооблигаций требуют раскрытия аудированных результатов до 1 июля;
- На отчетную дату компания не нарушила ни одной ковенанты, о чем свидетельствуют комментарии к отчетности;
- В июне Рольф вновь сумел пролонгировать короткие кредиты в объеме 145 млн. долл., пусть только на 1 квартал (до сентября), что чрезвычайно важно;
- Компания изменила подход к учету нерастаможенных автомобилей (актив) и связанного с ними торгового финансирования (пассив), предоставляемого со стороны Mitsubishi. Теперь эти строчки исчезли из баланса, что с аналитической точки зрения почти ничего не меняет (см. пункт 2 комментариев к отчетности);
- Менеджмент видит риски нарушения финансовых ковенант в будущем (в т.ч. по итогам выхода полугодовой отчетности), но уверен в способности компании благополучно пережить кризис и успешно рефинансировать долги, в т.ч. за счет ряда конкурентных преимуществ (см. пункт 2 комментариев к отчетности);
- Кредитные метрики компании в 2008 г. несколько ухудшились, но, тем не менее, остались вне «опасных» уровней (см. табл. ниже)

Мы в целом сохраняем конструктивный взгляд на перспективы кредитного профиля Рольфа, а также на облигации ROLFGP 10 (bid около 48% от номинала), даже после недавнего впечатляющего ралли в этом выпуске. Из ключевых событий июня, о которых мы говорили в комментарии от 8 числа, все «разрешилось» благополучно – купон выплачен, отчетность опубликована, а кредиты пролонгированы. Детально свое мнение о компании мы изложили в англоязычном комментарии "Rolf Group: A Bet On Oil Price" от 8 июня. Вот вкратце наш взгляд на компанию:

- Лидер отечественного авторынка, единственная российская компания с эксклюзивными правами дистрибутора (Mitsubishi - долгая история отношений, соглашение продлено до 2014 г.; китайский Geely – новый брэнд на дистрибуцию); в ритейле у Рольфа 8 брэндов и 27 дилерских центров;
- Уникальная компания с очень высокими стандартами корпоративного управления (в т.ч. уважающая права и интересы кредиторов) и сильной командой менеджеров. Бэкграунд акционера (депутат Госдумы С.Петров) и его взгляды многое объясняют;
- Рольф достаточно быстро отреагировал на кризис снижением издержек;
- В структуре бизнеса есть и нецикличные компоненты: сервис, торговля автозапчастями и поддержанными авто;
- Компания имеет достаточно крепкий финансовый профиль. Его основные черты: большой объем собственного капитала; долги в значительной степени покрываются запасами авто; рентабельность находится на уровне, превышающем среднеотраслевой; компания кредитруется только в иностранных банках (помимо евробонда) и практически полностью в долларах; все автосалоны, находящиеся в собственности компании (22), свободны от залога (правда, в условиях кредитных соглашений есть ограничение "negative pledge"). В 1-м полугодии 2009 г. Рольф наверняка продемонстрирует слабые

результаты, связанные с необходимостью реализовывать без прибыли сформированные в 2008 г. «дорогие» запасы автомобилей Mitsubishi. Однако затем ситуация должна выправиться;

Основные риски для Рольфа мы видим в продолжении снижения спроса на автомобили, в неспособности рефинансировать кредиты, особенно в случае нарушения ковенант (кстати, долговая ковенанта в евробондах не страшна, т.к. это “incurrence test”, но не “maintenance test”; важнее непубличные ковенанты в кредитах) и в высокой зависимости бизнес- и финансового профиля компании от курса рубля. Чем слабее рубль, тем уязвимее Рольф: способность населения покупать иномарки падает по мере ослабления нац.валюты, а объем долга в рублевом выражении растет.

Однако мы придерживаемся той точки зрения, что девальвация доллара против реальных активов неизбежна, а, значит, цены на нефть будут скорее высокими, а рубль – крепким. Это должно позволить Рольфу преодолеть кризис и выйти из него еще более сильным, с более крупной долей рынка. Вместе с тем, даже в пессимистическом сценарии (низкая нефть, слабый рубль), на наш взгляд, держатели облигаций могут рассчитывать на возмещение (recovery given default) не менее чем 60% от номинальной стоимости инвестиций. Мы основываем свое мнение на крепком балансе Рольфа и высокой лояльности менеджмента/акционера по отношению к кредиторам.

Ключевые финансовые показатели группы Рольф		
МСФО, млн. долл.	2007	2008
Выручка	3625	4607
ЕБИТДА	265	384
Чистая прибыль	160	83
Долг	535	809
Чистый долг	339	579
Собственный капитал	453	394
Запасы	305	338
Показатели		
ЕБИТДА margin	7.3%	8.3%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.3	1.5
Чистый долг/Запасы (x)	1.1	1.7
Чистый долг/Собственный к-л	0.7	1.5

Источник: данные компании, оценки МДМ-Банка



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

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
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Роберто Пиццементи	+7 495 228 35 17

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
---------------	----------------------------	----------------	---------------------------

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.

© 2009, 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, 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.