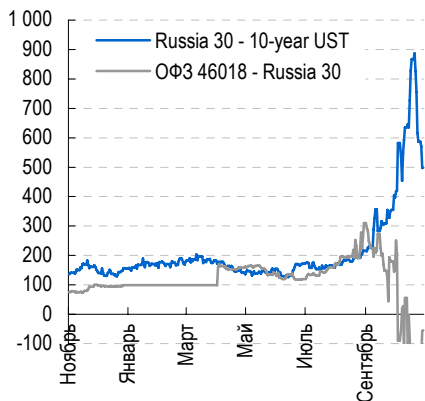
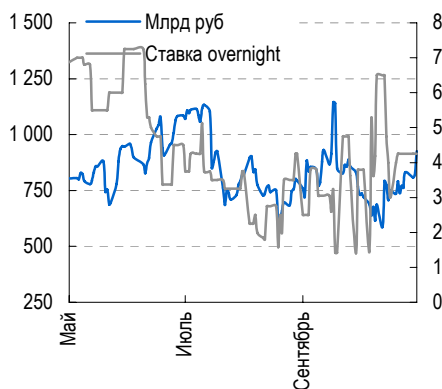


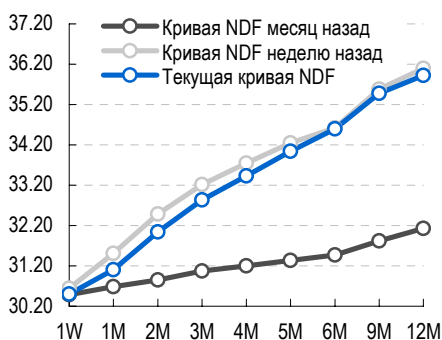
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

7 ноя	Nonfarm Payrolls за октябрь
7 ноя	Статистика по товарным запасам в США
7 ноя	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
7 ноя	Статистика по потреб. кредитам в США
10 ноя	Размещение руб.обл. Стратегия-лизинг-2
14 ноя	Статистика по розничным продажам в США
17 ноя	Индекс Empire Manufacturing
17 ноя	Уплата акцизов, ECH

Рынок еврооблигаций

- Центробанки вновь снижают ключевые ставки. Всех удивил **Банк Англии**
- Вчера вышли слабые данные; сегодня рынки открываются умеренно-позитивно; все внимание к **Payrolls**
- ЕМ расширили спрэды в рамках тенденции «бегства от рисков» (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Откуда пришла ликвидность? (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **S&P видит повторного нарушения Казаньоргсинтезом ковенанты по выпуску еврооблигаций.** Рейтинг КОСа снижен до «ССС+» с «Негативным» прогнозом. Мы думаем, что изменить ковенанту на этот раз будет гораздо сложнее (стр.4).
- **ТМК (Ва3/В+) продемонстрировала снижение рентабельности и рост долговой нагрузки по итогам 1-го полугодия** (стр. 4)
- **Связьинвест предлагает объединить все компании группы в единого оператора,** заявил генеральный директор компании Александр Киселев. По его словам, это один из сценариев стратегии развития холдинга, которая в настоящее время вырабатывается (Источник: Интерфакс). Мы рекомендуем кредиторам компаний группы Связьинвест нейтрально отнестись к данной новости. Во-первых, такое объединение вряд ли произойдет скоро. Требование законодательства (Статья 60 ГК РФ) об обязательной оферте всем кредиторам в случае объединения, очевидно, заставит менеджмент и акционеров повременить со сделкой по меньшей мере до восстановления долговых рынков. Во-вторых, даже если объединение и произойдет, оно не приведет к какому-либо заметному росту риска по долгам «дочек» Связьинвеста, т.к. кредитные профили этих компаний весьма схожи.
- **Сибирьтелеком (В+) опубликовал нейтральные результаты за 9 мес. 2008 г. по РСБУ.** В отчетном периоде выручка компании составила порядка 20.5 млрд. руб. (+5.4% к аналогичному периоду 2007 г.). Рентабельность по OIBDA несколько снизилась по сравнению с 1-м полугодием и составила 35% (-1.1пп). Соотношение чистого долга (без учета лизинговых обязательств) к OIBDA составляет около 1.6х. С учетом лизинговых обязательств этот показатель, по нашим оценкам, находится около 2х.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.69	-0.01	+0.19	-0.34
EMBI+ Spread, бп	612	+11	+111	+373
EMBI+ Russia Spread, бп	496	+4	+117	+349
Russia 30 Yield, %	8.92	+0.24	+1.46	+3.41
ОФЗ 46018 Yield, %	8.24	+0.10	-0.79	+1.77
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	632.3	+45.4	+54.3	-256.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	294	+61.3	+140.9	+179.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-51.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	9.83	-2.00	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.39	+0.05	-0.01	+0.66
Нефть (брент), USD/барр.	57.4	-4.5	-27.3	-36.5
Индекс РТС	778	-52	-80	-1513

Рынок еврооблигаций

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

ОЧЕРЕДНАЯ ВОЛНА СНИЖЕНИЯ КЛЮЧЕВЫХ СТАВОК

Вчера **Банк Англии** снизил ставку рефинансирования сразу на 150бп до 3.0%, что стало сюрпризом для большинства участников рынка (консенсус-прогноз – 100бп). Впрочем, на наш взгляд, сильно удивляться не стоит, так как сложившаяся ситуация требует от регуляторов действительно экстраординарных мер. Кстати, интересно, что один из крупнейших банков в **Великобритании** – **Lloyd's TSB** – тут же пообещал в полном объеме «транслировать» **rate cut** в ставки по выдаваемым кредитам.

ЕЦБ вчера тоже снизил ключевую ставку, однако на этот раз обошлось без сюрпризов (на 50бп до 3.25%). В своем выступлении глава **ЕЦБ Ж-К.Трише** отметил уменьшение инфляционного давления, оставив, тем самым, пространство для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. **Центробанки Швейцарии** и **Дании** вчера снизили ставки на 50бп до 2.0% и 5% соответственно, а сегодня утром **ЦБ Южной Кореи** последовал примеру европейских коллег и снизил процентную ставку до 4% (-25бп).

ВЧЕРА – СЛАБЫЕ ДАННЫЕ; СЕГОДНЯ – PAYROLLS

Действия регуляторов вчера не смогли поддержать рынки акций, которые упали в среднем на 4-6% (**Dow Jones** снизился на 4.85%). Причиной этого стали, как корпоративные новости, так и макроэкономическая статистика. Отчеты **Toyota**, крупнейшего европейского страховщика Европы **Axa**, а также **Adidas** оказались значительно хуже ожиданий аналитиков. В **Германии** промышленные заказы за сентябрь упали сразу на 8%, в то время как аналитики ожидали снижения всего на 2.3%, а число повторных обращений за пособием по безработице в США выросло до максимального уровня за последние 25 лет. Не добавил оптимизма инвесторам и отчет **МВФ**, в котором прогноз роста мировой экономики был пересмотрен в сторону понижения: с 3.9% до 3.7% в 2008 г. и с 3% до 2.2% в 2009 г.

Несмотря на преобладания негативных новостей, доходности **US Treasuries** лишь незначительно снизились на коротком конце кривой (на 5-6бп), а на длинном практически не изменились: **10-летняя нота** завершила день на отметке 3.69% (-1бп).

Сегодня будет опубликована чрезвычайно важная статистика по рынку труда США – **Nonfarm Payrolls**. Традиционно накануне **Payrolls** инвесторы предпочитают занимать выжидательную позицию, снижая активность. Судя по утренним котировкам, рынки сегодня открываются умеренно-оптимистично.

EMERGING MARKETS ВНОВЬ РАСШИРЯЮТ СПРЭДЫ

Новостной фон вчера не способствовал покупкам облигаций развивающихся стран. Спрэд **EMBI+** расширился на 11бп до 612бп. Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 8.92%) потерял в цене порядка 1пп, завершив день на уровне 92пп, а спрэд к **UST** расширился на 25бп до 523бп. В корпоративном сегменте активность по-прежнему невысока; «биды» немного отступили. Сохраняется интерес к наиболее коротким выпускам **1-го эшелона**.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ОТКУДА ПРИШЛА ЛИКВИДНОСТЬ?

Сегодня утром мы обратили внимание на заметное улучшение показателей ликвидности банковской системы. Сумма корсчетов и депозитов банков в **ЦБ** выросла на 106.7 млрд. рублей до 926.3 млрд. рублей, а сальдо операций с **ЦБ** резко сменило знак с отрицательного (минус 141 млрд. руб.) на положительный (плюс 51.4 млрд. рублей). Возможно, речь идет о переводе на счета госбанка(ов) средств по тем самым субординированным кредитам.

Вчера на денежном рынке ничего особенного не происходило. Ставки **overnight** находились на уровне 8-9%, объем операций **прямого репо** немного снизился до 155.9 млрд. рублей (-7.1 млрд.). На 5-недельном беззалоговом аукционе банки заняли у **ЦБ** 50.3 млрд. рублей по средневзвешенной ставке 9.97%. Эти средства в сочетании с привлеченными на вчерашнем депозитном аукционе 15.5 млрд. рублей наверняка пошли на рефинансирование прежней задолженности перед **Минфином** в размере 68.2 млрд. рублей. Сегодня, кстати, банкам предстоит вернуть еще 34 млрд. рублей.

Рубль более-менее стабилен к бивалютной корзине. Традиционно в начале дня он укрепляется на 3-7 копеек, а затем вновь возвращается к уровню поддержки **ЦБ**. Кстати, вчера регулятор вновь почти не участвовал в торгах.

В рублевых облигациях по-прежнему наиболее активны частные инвесторы. Нет ни больших объемов, ни существенных колебаний котировок. Вчера пользовались спросом выпуски **ВымпелКом-1** (УТР 20.15%, +40бп), **Седьмой континент-2** (УТР 64.47%, +32бп), **ВТБ-5** (УТР 14.95%, +19бп), а также длинные **Газпром-8** (УТМ 14.92%, +24бп) и **РЖД-8** (УТМ 13.57%, +8бп).

S&P снизило рейтинг Казаньоргсинтеза; видит угрозу нарушения ковенанты

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

Standard & Poor's вчера объявило о снижении кредитного рейтинга Казаньоргсинтеза с «В-» до «ССС+», изменив прогноз со «Стабильного» на «Негативный». Рейтинговое агентство несколько с некоторым опозданием отреагировало на резкое снижение рентабельности компании, а также рост долговой нагрузки. Мы писали об этом в комментарии от 22 октября. Рост издержек, непрозрачная схема установления цен на сырье и готовую продукцию, высокий уровень капвложений привели к резкому снижению рентабельности и росту долговой нагрузки до 7х в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА годовая».

S&P считает, что в краткосрочной перспективе КОС не сможет генерировать положительный свободный денежный поток, а, значит, долговая нагрузка вряд ли снизится. Рейтинговое агентство видит угрозу повторного нарушения ковенанты выпуска еврооблигаций KZOSRU 11(47%), ограничивающей долговую нагрузку на уровне 6х, и в целом отмечает высокие риски рефинансирования у компании. На наш взгляд, на этот раз убедить держателей еврооблигаций (цена которых опустилась ниже 50% от номинала) проголосовать за изменение ковенант – почти невыполнимая задача.

Мы думаем, что в конце концов для кредиторов КОСа все закончится благополучно – компания будет приобретена группой Газпром (А3/BBB) и/или получит поддержку от Республики Татарстан (Ва1/BB). Однако у нас нет уверенности в том, что до этого момента котировки еврооблигаций компании не опустятся еще ниже.

ТМК (Ва3/В+): рентабельность снизилась, долговая нагрузка выросла

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

Вчера Трубная металлургическая компания опубликовала неаудированную отчетность по МСФО за 1-е полугодие. Обращают на себя внимание довольно заметное снижение операционной рентабельности (ЕБИТДА margin упала с 22% до 17%) и резкий рост долговой нагрузки (соотношение «Долг/ЕБИТДА» выросло с 1.7х до 3.9х; см. табл.).

Первое объясняется ростом цен на сталь и переносом некоторых проектов по строительству трубопроводов (<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2008/11/07/167779>); второе – сделкой по покупке IPSCO Tubulars за 1.7 млрд. долл. Кстати, в то время как баланс приобретенной компании уже полностью консолидирован в отчетности ТМК, денежные потоки американской «дочки» в отчетность почти не попали, т.к. сделка была завершена в июне.

Ключевые финансовые показатели ТМК, МСФО

USD млн.	1П2007	2007	1П2008
Выручка	2 030	4 179	2 368
ЕБИТДА	479	910	409
Чистая прибыль	289	506	158
Финансовый долг	1 200	1 539	3 169
Собственный капитал	1 956	2 106	2 312
Ключевые показатели			
Рентабельность ЕБИТДА (%)	23.6%	21.8%	17.2%
Рентабельность чистой прибыли (%)	14.2%	12.1%	6.7%
Финансовый долг/ЕБИТДА (х)	1.2	1.7	3.9
Финансовый долг/Собственный капитал (х)	0.6	0.7	1.4

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Во 2-м полугодии мы ожидаем небольшого улучшения результатов ТМК, в т.ч. снижения долговой нагрузки. Этому будут способствовать 1) резкое снижение цен на сталь во 2-м полугодии; 2) полная консолидация P&L'a IPSCO и 3) сокращение инвестпрограммы.

Совсем недавно один из топ-менеджеров ТМК заявлял, что компания хочет снизить соотношение «Долг/ЕБИТДА» до 2х к концу 2009 г., в т.ч. за счет 5-кратного сокращения кавплужений. ТМК ожидает, что на конец 2008 г. долговая нагрузка будет находиться на уровне 3х.

Мы не уверены в том, что ТМК удастся реализовать намеченное снижение долговой нагрузки, т.к. ухудшение операционной среды может быть весьма значительным. Тем не менее, на наш взгляд, у кредитного профиля компании есть достаточный запас прочности. В стресс-сценарии группа будет приобретена одной из госкорпораций (Транснефть, Газпром) или крупнейших металлургических компаний. По нашему мнению, короткие еврооблигации TRUBRU 09 сейчас выглядят откровенно перепроданными (70% к погашению в сентябре 2009 г.).



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
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.