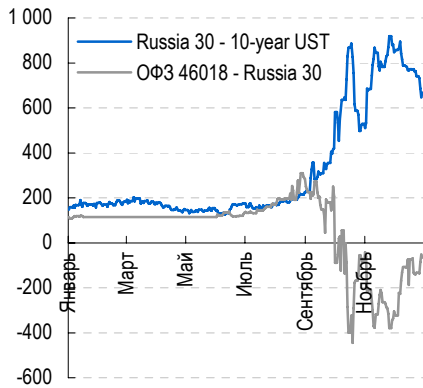
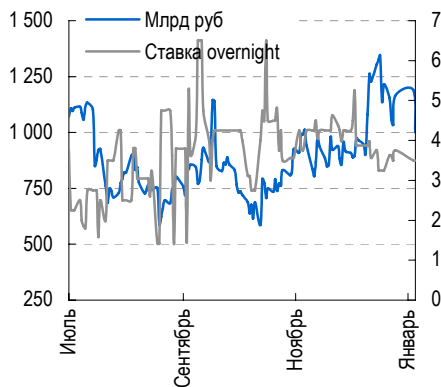


понедельник, 12 января 2009 г.

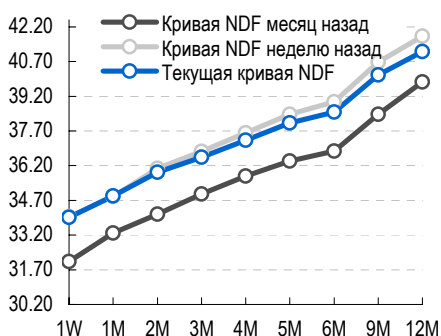
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 янв	6-месячный беззалоговый аукцион (350 млрд.)
12 янв	Торговый баланс (Россия)
13 янв	5-недельный беззалоговый аукцион (150 млрд.)
13 янв	Торговый баланс (США)
14 янв	Налоговые выплаты: ЕСН, страховые взносы
14 янв	Недельные данные по инфляции (Россия)
14 янв	Индекс импортно-экспортных цен (США)
14 янв	Данные по розничным продажам (США)

Рынок еврооблигаций

- В воскресенье в еврооблигациях ничего не происходило. О событиях в первые дни января читайте в нашем вчерашнем **Утреннем комментарии**

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- МИГ** исполнил-таки оферту после паузы длиной в месяц. Три новых дефолта
- Ослабление рубля «нон-стоп» (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Правительство Мособласти (SD) хочет ликвидировать МОИА (NR) и МОИТК (SD).** Некоторые соображения по этому поводу (стр. 3).
- Кто из эмитентов облигаций попал в «белый список» правительства?** Анализируем перечень системообразующих предприятий (стр. 4).
- Акционеры Аптечной сети 36.6 (NR) на внеочередном собрании одобрили доэмиссию акций.** Интерес к покупке контрольного пакета Аптек проявили владелец корпорации «Русский стандарт» Р.Тарико и фонд Marshall Capital Partners (Источник: Коммерсантъ). Новость о том, что на 36.6 есть претенденты, готовые увеличить капитал компании, может приободрить держателей облигаций сети (300% годовых к погашению в июне). Еще более приятной для кредиторов Аптек, на наш взгляд, является новость о том, что компания включена в список системообразующих предприятий.
- Правительство Москвы (Ваа1/BBB) может предоставить СУ-155 (NR) гарантию по кредитам на сумму 1.75 млрд. руб.** Эта мера финансовой поддержки будет оказана СУ-155 как компании, участвующей в социальных строительных программах города (Источник: Интерфакс). Новость может оказать дополнительную поддержку коротким облигациям Су-155. Кстати, строительная компания тоже попала в «белый список» правительства.
- Концерн Тракторные заводы (NR) провел листинг на Франкфуртской бирже и разместил небольшой объем акций.** Компания оценена в 2.5 млрд. евро. (Источник: Коммерсантъ). Мы рассматриваем данную сделку скорее как «техническую» – вряд ли Тракторные заводы могут стоить дороже Северстали (капитализация 2.4 млрд. евро). Поэтому, на наш взгляд, новость нейтральна для держателей облигаций концерна. Гораздо важнее то, что Тракторные заводы вошли в список системообразующих предприятий правительства.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.39	-0.05	-0.29	+0.18
EMBI+ Spread, бп	652	-3	-90	+413
EMBI+ Russia Spread, бп	665	+1	-166	+518
Russia 30 Yield, %	9.09	-0.03	-2.07	-0.76
ОФЗ 46018 Yield, %	8.45	0	+0.35	0
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	789.4	-263.3	+205.2	-79.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	211.6	+75.0	-170.0	+96.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-662.6	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.2	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	35.30	+0.49	+3.44	+0.93
Нефть (брент), USD/барр.	44.4	-0.3	+2.0	-1.2
Индекс РТС	632	0	-24	+0

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

МИГ ИСПОЛНИЛ ОФЕРТУ

Хочется начать с позитивных новостей. Вчера корпорация **МиГ** полностью исполнила свои обязательства перед держателями облигаций в рамках оферты. А компания **Энергоцентр** («дочка» МОИТК) выплатила купон по дебитному выпуску облигаций. Возрастает вероятность того, что завтрашняя оферта по этому выпуску будет исполнена.

Впрочем, вчера же поступило сразу три известия о новых технических дефолтах по выпускам **Ростлайн-1**, **Стройиндустрия-1** и **Волжская текстильная компания-1**.

На вторичном рынке, как и предполагалось, в первый торговый день подавляющее большинство инвесторов предпочли занять выжидательную позицию. Многие, вероятно, еще находятся в отпусках. Торговый оборот оказался очень скромным, а сделки в основном носили нерыночный характер.

ОСЛАБЛЕНИЕ РУБЛЯ «НОН-СТОП»

Более динамично события развивались на денежном рынке: решение регулятора вновь расширить коридор колебаний бивалютной корзины (по нашим оценкам, вчера «оффер» **ЦБ** переместился на уровень 35.30, +50 копеек) не смогло сбить спрос на валюту. Вчерашний объем интервенций **Центробанка**, по нашим оценкам, составил около 3.4 млрд. долл.

Сегодня утром **ЦБ**, похоже, вновь пошел на очередное ослабление рубля: стоимость корзины выросла до 35.80 руб. (еще +50 копеек). По сравнению с прошлым годом, регулятор действует более решительно.

В части короткой рублевой ликвидности у банков сейчас, похоже, нет никаких затруднений. Ставки **overnight** вчера колебались около 6%. Объем операций **прямого репо с ЦБ** сократился на 153 млрд. рублей, но все равно составляет весьма внушительную сумму (321 млрд.).

Кстати, вчера **Центробанк** объявил, что сегодня проведет 6-месячный беззалоговый аукцион на 350 млрд. рублей, а завтра – 5-недельный на 150 млрд. Любопытно, что минимальные ставки установлены на рекордно высоком уровне – 13.25% и 12.75%, соответственно.

Мособласть (SD) хочет ликвидировать МОИА (NR) и МОИТК (SD)

Аналитик: Михаил Галкин, Mikhail.galkin@mdmbank.com

В последних числах декабря на сайте Правительства Московской области появилось сообщение о том, что комиссия по финансовому оздоровлению под руководством вице-губернатора А.Б.Пантелеева на своем заседании приняла решение рекомендовать ликвидировать ряд акционерных обществ, в т.ч. Московскую областную трастовую корпорацию (МОИТК), а также региональные ипотечное агентство (МОИА) и ипотечную корпорацию (ИКМО). Причина –серьезные финансово-экономические нарушения в работе названных компаний. Официальный текст сообщения пресс-службы региональной администрации можно найти здесь: <http://www.mosreg.ru/news/38341.html>.

Ниже мы приводим несколько соображений, которые могут быть интересны держателям облигаций МОИА и МОИТК, а также других «дочерних» и «внучатых» компаний Московской области:

- Необходимо понимать, что пока речь идет лишь о «рекомендации». Де-юре никакого решения еще не принято. Насколько мы понимаем, решение о ликвидации должен принять главный исполнительный орган учредителя. В данном случае – губернатор Московской области. Согласно Гражданскому кодексу РФ, учредитель имеет право инициировать ликвидацию принадлежащего ему юридического лица (Статья 61). Московской области принадлежит 100% акций в МОИА и МОИТК.
- В любом случае, рекомендация правительственной комиссии – это достаточно тревожная новость для кредиторов, сигнализирующая об отсутствии у Московской области твердых намерений «спасать» свои дочерние компании. Ликвидация по сути напоминает банкротство, т.е. распродажу активов и удовлетворение требований кредиторов в установленной законом очередности. Держатели облигаций находятся в последней очереди кредиторов (прочие кредиторы), т.е. они получают деньги только в том случае, если удовлетворены требования по оплате труда и требования обеспеченных кредиторов.
- Если представить себе, что сценарий ликвидации МОИА и МОИТК материализуется, то операционная деятельность этих компаний фактически прекратится, а их «кредитная сила» будет определяться в первую очередь бухгалтерским балансом, а точнее – размером капитала и ликвидностью активов.
- С точки зрения баланса, МОИА выглядит достаточно слабо и напоминает банк (это логично, т.к. ипотечное агентство по своей сути – финансовый институт). На 30 сентября 2008 г. капитал МОИА составлял 1.6 млрд. руб., т.е. лишь около 16% пассивов (мы брали отчетность здесь: <http://moia.moip.ru/doc.htm>). Насколько мы понимаем, активы МОИА в основном представляют собой ипотечные кредиты, а также девелоперские проекты. Мы предполагаем, что при вынужденной ликвидации таких активов средний дисконт составит гораздо больше 16% (убытки в пределах 16% были бы «абсорбированы» собственным капиталом), т.е. кредиторам наверняка не удастся полностью вернуть инвестированные средства (если не учитывать поддержку/оферту Мособласти). Кстати, полезность анализа баланса МОИА для держателей облигаций этого эмитента весьма ограничена. Напомним, что облигации арестованы. У нас нет четкого понимания того, как долго продлится этот арест и по каким причинам держатели облигаций МОИА поставлены в столь неравное положение по отношению к другим кредиторам агентства. По 3-му выпуску действовала оферта Московской области, которая, теоретически, должна быть исполнена в случае снятия ареста.
- Формально баланс МОИТК должен быть заметно более крепким по сравнению с МОИА. Только уставный капитал МОИТК, который в 2005-2008 гг. последовательно пополнялся за счет оплачиваемых деньгами допэмиссий в пользу Московской области, на середину 2008 г. составлял около 14 млрд. руб. К сожалению, мы не смогли найти сколько-нибудь свежую отчетность МОИТК. Последняя доступная нам отчетность датирована 2007 г. По нашим представлениям, основу активов компании составляют дебиторская задолженность Московской области (достаточно ликвидный актив), незавершенное строительство, а также финансовые вложения в капитал и долговые обязательства большого числа связанных и несвязанных компаний: Мособлгаз, Мособлсвет, Ригрупп-Финанс, Мособлфильм, спортивный канал 7ТВ и многие другие. С одной стороны, можно представить себе сценарий, при

котором слишком большая доля активов МОИТК неликвидна. С другой стороны, если обязательства кредиторов не будут удовлетворены в полном объеме, это будет означать, что акционер – Московская область – останется вообще ни с чем, т.е. «потеряет» инвестированные средства налогоплательщиков в размере более 14 млрд. руб. Такой сценарий возможен в случае, если ущерб от «финансово-экономических нарушений» в МОИТК в сочетании с дисконтами к «справедливым ценам» из-за вынужденной ликвидации активов полностью «съест» собственный капитал компании. Мы думаем, что в результате будет выбран некий промежуточный вариант, в котором де-факто ущерб будет разделен между кредиторами и акционером МОИТК. Например, за счет затягивания процесса ликвидации на длительный срок. Кстати, в текущей ситуации есть риск того, что и облигации МОИТК будут «арестованы» так же, как это было сделано с выпусками МОИА.

Кто из эмитентов облигаций попал в «белый список» правительства?

Аналитик: Мария Радченко, Михаил Галкин Maria.Radchenko@mdmbank.com

Итак, правительство в конце декабря, как и было обещано, определилось с перечнем «системообразующих» предприятий. Полный список, насчитывающий 295 компаний, можно найти на сайте Минэкономразвития: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/myconnect/economylib/mert/resources/7b72cb004c6c88b48bc4eb663bc5338e/perechen_org2.doc.

Мы проанализировали список и отобрали компании, которые имеют публичные долговые обязательства – рублевые и/или еврооблигации (см. ниже). В нем достаточно эмитентов, господдержка в отношении которых была отнюдь не очевидна, а самостоятельный кредитный профиль – весьма уязвим. Например – АК Сибирь, ДВТГ, Трансаэро, Амурметалл, ГАЗ, Разгуляй, ОГО, Аркада, Аптечная сеть 36.6 и многие другие.

Очевидно, что присутствие компании в этом списке само по себе не является «страховкой от дефолта». Так, в перечне системообразующих предприятий фигурирует уже допустивший дефолт Новосибирский оловянный комбинат (кстати, также присутствующий в списке МиГ, похоже, вчера исполнил-таки обязательства по оферте). Мы уже рассуждали о том, что для поддержки сотен предприятий вряд ли хватит выделяемых государством бюджетных ресурсов, да и возможности госбанков в текущих условиях тоже весьма ограничены. Кроме того, из-за низкой скорости принятия решений помощь может поступать слишком поздно. И тем не менее, список – это хоть какая-то «точка отсчета».

В заключение, мы бы хотели напомнить официальные формулировки того, как правительство намерено поддерживать предприятия «из списка» (Источник: Интерфакс): «Предполагается, что на федеральном уровне работу таких предприятий будут отслеживать отраслевые министерства. При необходимости принятия мер господдержки министерство созывает межведомственную рабочую группу с участием менеджмента предприятий, банков-партнеров и профильных ведомств. Мерами государственной поддержки определены кредитование (госгарантии, субсидирование процентных ставок), докапитализация, реструктуризация налоговой задолженности, госзаказ, протекционистские меры (таможенно-тарифная политика), социальные программы. Перечень системообразующих предприятий является открытым и может уточняться».

Табл. Эмитенты облигаций из правительственного списка системообразующих организаций:

Сектор	Эмитент
Транспорт	ОАО "Российские железные дороги"
	ОАО "Новороссийский морской торговый порт"
	ОАО "Авиакомпания Сибирь"
	ОАО "АК "Трансаэро"
	ОАО "Авиакомпания "ЮТэйр"
	ОАО "Дальневосточная транспортная группа"
Энергетика	ОАО "ФСК ЕЭС"

	ОАО "РусГидро"
	ОАО "Холдинг МРСК"
	ОАО "Ленэнерго"
	ОАО "МОЭСК"
	ОАО "Тюменьэнерго"
	ОАО "Татэнерго"
	ОАО "Башкирэнерго"
	Якутскэнерго
	ОАО "ОГК-2"
	ОАО "ОГК-3"
	ОАО "ОГК-5"
	ОАО "ОГК-6"
	ОАО "ТГК-1"
	ОАО "ТГК-2"
	ОАО "Мосэнерго (ТГК-3) "
	ОАО "ТГК-4"
	ОАО "ТГК-6"
	ОАО "ТГК-8"
	ОАО "ТГК-10"
Нефть и газ	ОАО "Газпром"
	ОАО "НК "ЛУКОЙЛ"
	ОАО "ТНК-ВР Холдинг"
	ОАО "Руснефть"
Угольная промышленность	ОАО Группа Белон
	ОАО "Распадская"
	Кузбассразрезуголь
Связь	ОАО "Связьинвест"
	АФК "Система"
	ОАО "Вымпелком"
	ОАО "Мегафон"
	Таттелеком
	ФГУП Почта России
	МГТС
Металлургическая и добывающая промышленность	ОАО "ГМК "Норильский никель"
	ОАО "Северсталь – Российская сталь"
	ОАО "ОК "Русал"
	Евраз Холдинг
	ООО "УК "Мечел"
	ОАО "Трубная металлургическая компания"
	ЗАО "Группа ЧТПЗ"
	ЗАО "Алроса"
	ЭСТАР
	Группа "Амурметалл"
	Группа "Магnezит"
	Новосибирский оловянный комбинат
Химическая и нефтехимическая промышленность	Минерально-химическая компания "Еврохим"
	ОАО "СИБУР Холдинг"
	Группа компаний "Татаро-американские инвестиции (ТАИФ)"
	Куйбышевазот
Автомобильная промышленность	Холдинг "Русские машины", в том числе ОАО "ГАЗ"
	ОАО "АвтоВАЗ"
	ОАО "Соллерс"
	ОАО "КамАЗ"
Оборонно-промышленный комплекс	ГК "Ростехнологии" в т.ч. Оборонпром, ОАО "Корпорация ВСМПО-АВИСМА", РусСпецСталь
	НПО "Сатурн"
	Моторостроитель
Авиастроение	ОАО "ОАК"
	ОАО "РСК "МиГ"
Двигателестроение	НПО "Сатурн"
	ОАО "Пермский моторный завод"

	УМПО
Энергетическое машиностроение	ОАО "ЭмАльянс"
	ОАО "Объединенные машиностроительные заводы"
Ракетно-космическая промышленность	ОАО "НПО Энергомаш им. ак. В.П. Глушко"
Радиоэлектронная промышленность	ОАО "Ситроникс"
Транспортное машиностроение	ОАО "Трансмашхолдинг"
	ОАО "Уралвагонзавод"
Аптечные сети и фармацевтическая промышленность	Аптечная сеть 36.6
	Протэк
Торговые сети	ОАО "Отечественные лекарства (Валента)"
	X5 Retail Group N.V.
	ОАО "Магнит"
	ОАО "Дикси Групп"
	ОАО "Седьмой континент"
	ОАО "Группа компаний "Виктория"
	ОАО "Торговый дом "Копейка"
Пищевая промышленность и агропромышленный комплекс	ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты Питания"
	ОАО Группа "Разгуляй"
	ОАО "Компания Юнимилк"
	Агропромышленный холдинг "Мираторг"
	ОАО "Группа Черкизово"
	ООО "Продимекс-холдинг"
	ЗАО "Управляющая компания "ЭФКО"
	ОАО АПК "ОГО"
	ООО "АПК "Аркада"
	ОАО "Группа компаний "Русское море"
Жилищное строительство	ОАО "Группа компаний "ПИК"
	ЗАО "СУ-155"
	ОАО "Группа "ЛСР"



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

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
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

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
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.