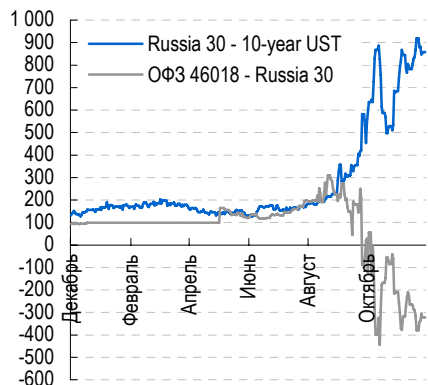
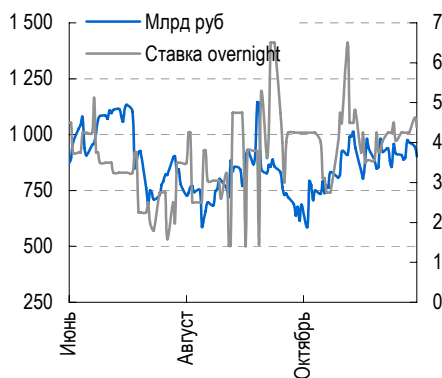


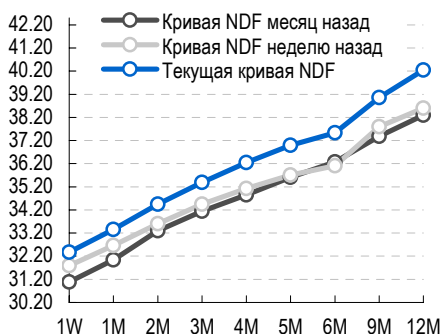
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

16 дек	Статистика по перв. рынку жилья в США
16 дек	Индекс потребительских цен CPI (ноябрь)
16 дек	Заседание ФРС
16 дек	5-недельный аукцион ЦБ (75 млрд. рублей)
17 дек	Счет текущих операций США
23 дек	ВВП США за 3-й квартал
25 дек	Уплата акцизов, НДС
29 дек	Уплата налога на прибыль

### Рынок еврооблигаций

- Инвесторы уверены, что ФРС сегодня резко снизит ставку
- Emerging Markets постепенно уходят на рождественские каникулы (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ перешел от слов к делу
- Вторичный рынок: Су-155, МОИА, ИжАвто (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Правительство формирует список крупнейших предприятий, которым готово предоставить помощь в объеме более 300 млрд. руб. (стр. 4).
- Копейка (ССС+) показала рост операционной рентабельности (стр. 4)
- Долговая нагрузка Юнимилка (NR) остается высокой; акционеры пока помогают (стр. 5)
- Moody's снизило рейтинг ФК Еврокоммерц с В2 до Сaa2. Комментарии рейтингового агентства носят весьма «общий» характер и не помогают понять, почему факторинговая компания «споткнулась» еще при выплате купона, до наступления крупных погашений и оферт (см. наш вчерашний комментарий).
- S&P отозвало рейтинг металлотрейдера Комтех (ССС+) по просьбе самой компании. На наш взгляд, таким образом Комтех просто пытается избежать новостей о новых негативных рейтинговых действиях. Если исходить из того, что рынки капитала для компании закрыты надолго, отзыв рейтинга действительно может иметь смысл. S&P пишет о вероятных убытках Комтеха в 4-м квартале. Компания может испытать проблемы с рефинансированием выпуска CLN CRRBV 10% объемом 150 млн. долл. Оферта наступает в июне 2009 г.
- Роснефть (Ваа1/BBB-) согласовала принципиальные условия привлечения китайского кредита на 15 млрд. долл. (Источник: Прайм-ТАСС). На наш взгляд, заключение такой сделки стало бы важной позитивной новостью в макроэкономическом контексте, т.к. сигнализировало бы о сокращении чистого оттока капитала.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.51	-0.06	-1.23	-1.52
EMBI+ Spread, бп	749	+9	+79	+510
EMBI+ Russia Spread, бп	831	+22	+184	+684
Russia 30 Yield, %	11.15	0	+0.58	+5.64
ОФЗ 46018 Yield, %	8.92	+0.99	+0.43	+2.45
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	550.3	+5.2	+19.0	-338.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	352.6	-47.9	-57.3	+237.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-557.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	9.25	+0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	32.14	+0.24	+1.45	+2.49
Нефть (брент), USD/барр.	44.6	-1.8	-9.6	-49.3
Индекс РТС	689	+37	+45	-1602

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *ИНВЕСТОРЫ УВЕРЕНЫ, ЧТО ФРС СЕГОДНЯ РЕЗКО СНИЗИТ СТАВКУ*

Доходности **US Treasuries** вчера продолжили снижаться: **10-летние ноты** завершили день на отметке 2.51% (-6бп). Помимо «бегства от рисков» доходности подталкивают вниз ожидания снижения **FED RATE** на сегодняшнем заседании ФРС. Фьючерсы указывают на то, что основная часть инвесторов ждет снижения ставки на 75бп до 0.25% (!). На этом фоне доллар продолжает слабеть на **FOREX**.

Что касается вчерашней макроэкономической статистики, то получившаяся картина уже привычно оказалась довольно мрачной: нью-йоркский индекс производственной активности (**NY Empire Manufacturing**) пусть и оказался лучше ожиданий аналитиков, но снизился по сравнению с ноябрем; **промышленное производство** в США сократилось в ноябре на 0.6%.

Кроме того, любопытная статистика вышла относительно вложений иностранных инвесторов в американские ценные бумаги. В то время как суммарный объем покупок иностранцами активов в США в октябре достиг 286.3 млрд. долл. (против 142.6 млрд. в сентябре), вложения в долгосрочные активы составили всего 1.5 млрд. долл. против ожидаемых 40 млрд. долл. Эта статистика во многом объясняет резкое увеличение наклона кривой UST.

Помимо решения по ставке, сегодня ожидается отчет **Goldman Sachs** за 3-й квартал. Завтра аналогичные цифры опубликует **Morgan Stanley**.

### *EMERGING MARKETS ПОСТЕПЕННО УХОДЯТ НА РОЖДЕСТВЕНСКИЕ КАНИКУЛЫ*

Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 750бп (+9бп). Котировки наиболее ликвидных суверенных выпусков вчера преимущественно снижались. Среди прочего, дает о себе знать дефолт **Эквадора**.

В российском сегменте еврооблигаций заметных изменений вчера не было – цена **RUSSIA 30** (YTM 11.15%) осталась без изменений (82пп). В корпоративном секторе по-прежнему мы видим спрос на короткие и среднесрочные выпуски, однако в преддверии рождественских праздников игроки ведут себя все менее активно.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### *ЦБ ПЕРЕШЕЛ ОТ СЛОВ К ДЕЛУ*

Вчера директор департамента банковского регулирования и надзора **ЦБ А.Симановский** сказал, что регулятор уменьшил лимит по беззалоговым аукционам 34-м банкам (из 136-ти допущенных). Решение связано с невыполнением банками рекомендации регулятора не увеличивать размер валютных активов. Сокращение лимитов г-н **Симановский** охарактеризовал как «умеренное». Напомним, что регулятор еще в ноябре предупреждал о возможных «репрессиях».

Трудно оценить, насколько эта мера поможет снизить спрос на валюту, тем более, что, насколько мы понимаем, очень многие банки просто исполняют клиентские сделки. Кстати, вчера после очередного «расширения коридора» участники рынка фиксировали прибыль, поэтому новый «оффер» **ЦБ** (32.20), предположительно, так и не был достигнут, т.е. регулятор в понедельник не вмешивался в ход торгов.

Вчера же **Центробанк** провел 6-месячный беззалоговый аукцион. Из предложенных 325 млрд. рублей банки привлекли 292.8 млрд. рублей. Одновременно объем **прямого репо** вчера увеличился на 63.2 млрд. рублей до 384.3 млрд. Скорее всего, увеличение спроса на рублевую ликвидность связано с налоговыми выплатами (авансовая уплата **ЕСН** и половины **акцизов** могли забрать, по нашим оценкам, порядка 60-70 млрд.). Кроме того, не стоит забывать, что в пятницу объем валютных интервенций **ЦБ** составил почти 5 млрд. долл., а расчеты по этим сделкам проводились вчера.

Тем временем, вице-премьер РФ **Д.Козак**, возглавивший **Олимпстрой**, сказал, что госкорпорация в ближайшее время разместит 20 млрд. рублей на банковских депозитах.

### *ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: СУ-155, МОИА, ИЖАВТО*

На долговом рынке характер торговли не меняется. Сделок совершается немного, основной интерес сосредоточен в качественных выпусках, входящих в **Список репо ЦБ**. Например, вчера спросом пользовались почти все облигации **РЖД** (их цены подросли примерно на 15-20бп); **ВымпелКом-1** (УТР 24.55%) прибавил в цене около 40бп; «выстрелил» **Русский стандарт-6** (УТР 74.20%, +1.3пп) и т.д. В роли «антигероя» вчера выступил выпуск **СУ-155-3** (УТР 1178.2%), в котором за последние несколько дней практически полностью испарились «биды», из-за чего его цена снизилась примерно на 5-бпп.

К сожалению, пока не было официального сообщения относительно вчерашней оферты по **МОИА-3** (напомним, оферентом выступает и **Московская область**), однако, похоже, речь идет о техническом дефолте. Сегодня же предстоит пут-опцион по выпуску **ИжАвто-2**. Накануне компания перечислила держателям облигаций купон.

## Правительство составляет список предприятий для прямой господдержки

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

Премьер-министр РФ В.Путин вчера заявил о необходимости создать систему поддержки реального сектора экономики в России. Создаваемая на федеральном уровне и в регионах система должна охватить деятельность не менее 1500 компаний (!), причем президент дал поручение утвердить список поддерживаемых предприятий не позднее среды, 17 декабря (Источник: Интерфакс).

Среди мер поддержки премьер назвал кредитование, в том числе под госгарантии, «участие в их капитале» в случае необходимости, субсидирование процентных ставок по кредитам, обеспечение госзаказов, реструктуризацию налоговой задолженности либо предоставление налогового кредита. Премьер перечислил критерии крупных системообразующих предприятий РФ. По его словам, это несколько сотен компаний, которые производят более 85% ВВП страны, с годовым оборотом более 15-16 млрд. руб., числом работающих – более 4000 человек. Эти предприятия – крупные налогоплательщики, и они являются градообразующими, то есть на них работает более 30% жителей населенного пункта из числа трудоспособного населения.

Министр финансов А.Кудрин сказал «Ведомостям», что не обязательно соответствовать сразу всем критериям. Г-н Кудрин также сообщил, что на поддержку предприятий уже «одобрено выделение 300 млрд. руб. на госгарантии и 9.5 млрд. руб. – на субсидирование процентной ставки».

Насколько мы понимаем, речь идет об одобренных правительством поправках в Закон «О бюджете на 2009 г.». Иначе говоря, эти гарантии заработают только в следующем году (в случае одобрения парламентом).

Мы хотели бы оставить за рамками данного комментария рассуждения о рисках поддержки правительством неэффективных предприятий. В кратко- и даже среднесрочной перспективе такая поддержка, безусловно, соответствует интересам кредиторов. Поэтому мы исходим из того, что анонсированные правительством меры позитивны для российского рынка облигаций (в основе своей – рынка коротких инструментов).

На наш взгляд, проблема в том, что потребности крупнейших предприятий в рефинансировании и рекапитализации сегодня исчисляются скорее триллионами рублей. На сегодняшний день средний кредитный портфель крупного предприятия вряд ли составляет менее 5-7 млрд. руб. Поэтому анонсированных 300 млрд. руб. может хватить лишь на несколько десятков компаний, тогда как на самом деле речь скорее идет о сотнях. Еще одна проблема – скорость «доставки» помощи. Очевидно, регуляторам надо поторопиться, ведь многим компаниям поддержка нужна была уже вчера. Наиболее яркий пример – Миг, на прошлой неделе допустивший дефолт по облигациям.

## Копейка (ССС+) демонстрирует рост операционной рентабельности

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

Ведомости сегодня опубликовали отдельные финансовые показатели продуктовой сети Копейка за январь-сентябрь 2008 г. И если данные о выручке (33.4 млрд. руб.) были нам известны из октябрьского пресс-релиза компании (<http://www.kopeyka.ru/about/press/news.html?id=40>), то цифры по операционной рентабельности мы видим впервые. Итак, похоже, менеджменту компании удалось-таки «переломить» ситуацию и увеличить EBITDA margin до 4.8% против 2.1% в 2007 г. Напомним, в отдельные периоды 2006-2007 гг. операционная рентабельность Копейки была даже отрицательной. Сейчас же показатель EBITDA margin вполне соответствует уровню других федеральных сетей-дискаунтеров (Магнит, ДИКСИ).

Долговая нагрузка сети по-прежнему находится на сравнительно высоком уровне (4.2x в терминах «Долг/EBITDA годовая»). Однако вероятный рост продаж (дискаунтер – наиболее популярный формат в периоды экономического спада) в сочетании с дисциплинированной инвестиционной политикой и

укрепляющимися переговорными позициями в отношениях с поставщиками должны позволить Копейке последовательно снижать долговую нагрузку.

Благодаря своим размерам и социально-экономической значимости, Копейка попала в правительственную программу поддержки ритейлеров, благодаря чему сейчас привлекает в Сбербанке кредит на 4 млрд. руб. для прохождения оферты по 2-му выпуску облигаций.

Исходя из вышеизложенного, мы весьма позитивно оцениваем кредитный профиль компании. Однако, рублевый выпуск Копейка-2 (цена 94.5%, УТР 48%) в текущих условиях уже не выглядит привлекательным с точки зрения relative value. Напомним, что он «выстрелил» после падения цены до 60% от номинала в конце октября.

## Юнимилк (NR): долга по-прежнему много; акционеры пока помогают

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

Производитель молочных продуктов Юнимилк (NR) продемонстрировал слабые результаты за 1-е полугодие 2008 г. по МСФО. Выручка компании выросла на 33% до 19.4 млрд. руб., а вот показатель EBITDA margin снизился на 20бп до 4.7%.

Долговая нагрузка компании остается очень высокой: соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» около 11х.

Пока Юнимилк получает поддержку акционеров: в первом полугодии они предоставили компании порядка 5 млрд. руб. в виде субординированных займов, а в начале августа они выкупили допэмиссию акций на 131 млн. долл. (возможно, в акции была «конвертирована» часть субзаймов). Насколько значительны возможности акционеров по предоставлению дополнительной помощи Юнимилку, а также каков характер взаимоотношений компании с банками, нам неизвестно.

Выпуск Юнимилк-1 сейчас торгуется на уровне 61.7% от номинала (113.4% к оферте 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

##### 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.