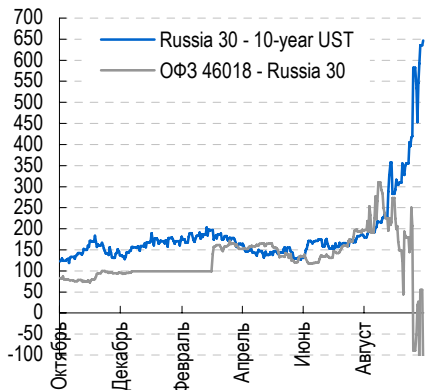
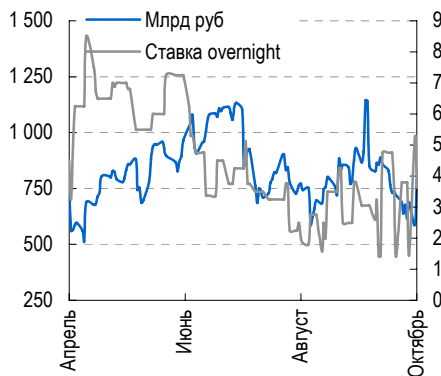


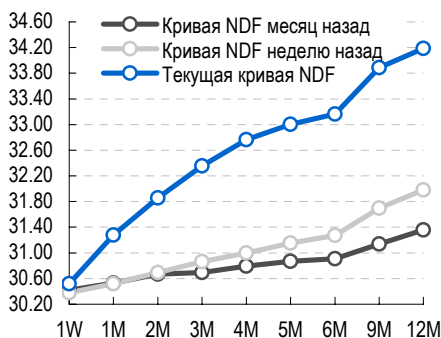
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 окт	Размещение руб.обл. АкБарс-4
22 окт	Аукционы ОФЗ-46022, ОФЗ-26201
23 окт	Размещение руб.обл. МТС-1
27 окт	Уплата акцизов, НДС
28 окт	Уплата налога на прибыль
28 окт	Заседание ФРС
29 окт	Статистика по заказам на товары длит. польз.
29 окт	Решение ФРС по ставке

Рынок еврооблигаций

- Бернанке и падающий LIBOR порадовали инвесторов
- Emerging Markets все еще в нокдауне (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Новые правила игры от ЦБ привели к волатильности на валютном и денежном рынках
- На вторичном рынке облигаций интересного мало (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- УРСА Банк (Ва3/NR/B): нейтральные результаты за 1-е полугодие (стр. 4).
- Казаньоргсинтез (NR/B-/B-) сообщил о снижении рентабельности по МСФО в 1-м полугодии (стр. 5).
- АК АПРОСА (Ва2/BB) сократит поставки алмазов на 30% для поддержания мировых цен на продукцию. Кроме того, компания столкнулась с требованием банков пересмотреть условия краткосрочного кредита на 350 млн. долл. (стр. 5).
- Премьер-министр В.Путин заявил о том, что Агентство по страхованию вкладов получит 200 млрд. руб. Агентство сможет использовать средства для финансирования поглощений слабых банков более сильными или для самостоятельной покупки акций банков. Мы воспринимаем это действие как еще одно подтверждение высокой степени заинтересованности правительства в обеспечении стабильности и устойчивости российского банковского сектора.
- Автодилер Инком-Авто намерен привлечь в капитал 70-100 млн. долл. за счет продажи 30% акций (Источник: Интерфакс). В текущей конъюнктуре вероятность успешной реализации любой equity-сделки заметно ниже, чем, скажем, 6-9 месяцев назад. Рублевые облигации Инком-Авто сейчас малоликвидны. Последние сделки проходили по весьма «депрессивным» ценам. Возможно, инвесторы опасаются, что для текущей ситуации долговая нагрузка Инком-Авто (Долг/ЕБИТДА около 4x) слишком высока. Кроме того, СМИ сообщают о сокращении бизнеса компании.
- S&P изменило прогноз рейтинга УБРП (B-) со «Стабильного» на «Негативный». Аргументация похожа на ту, что мы видели в обоснованиях подобных решений в последние дни (ухудшение операционной среды, ликвидности).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.84	-0.09	+0.03	-0.19
EMBI+ Spread, бп	646	+17	+291	+407
EMBI+ Russia Spread, бп	571	+11	+296	+424
Russia 30 Yield, %	10.31	+0.02	+3.67	+4.80
ОФЗ 46018 Yield, %	8.95	-1.89	-0.42	+2.48
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	713	+206.8	-153.9	-175.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	77.9	-2.3	+13.0	-36.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-287.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	21	+11.17	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.16	-0.21	-0.21	+0.43
Нефть (брент), USD/барр.	72.0	+2.4	-27.6	-21.9
Индекс РТС	700	+32	-596	-1591

Рынок еврооблигаций

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

БЕРНАНКЕ И ПАДАЮЩИЙ LIBOR ПОРАДОВАЛИ ИНВЕСТОРОВ

Американский рынок начал неделю весьма позитивно: индекс **Dow Jones** вчера вырос на 4.67%. Мы отметили две основные причины для оптимизма. Во-первых, на фоне беспрецедентных инъекций ликвидности ключевыми Центробанками, продолжается стабилизация денежных рынков: 3-месячный **LIBOR** вчера снизился еще на 36бп до 4.06%. Кроме того, глава ФРС **Б.Бернанке**, выступая вчера в **Конгрессе**, указал на риск затяжного снижения темпов экономического роста в **США**. В связи с этим г-н **Бернанке** не исключил, что экономике понадобится дополнительная фискальная «прививка». Инвесторы восприняли это заявление достаточно позитивно: если глава **ФРС** говорит о расширении мер для стимулирования экономики, то, вероятно, поддержит и идею очередного снижения **FED RATE**.

На этом фоне котировки **10-летних UST** немного подросли – УТМ 3.84% (-9бп), однако навес нового предложения и улучшение обстановки на кредитных рынках способствуют росту доходностей на коротком конце кривой **US Treasuries**. Вчера прошло еще 3 аукциона (3, 6 месяцев и на 225 дней) общим объемом 86 млрд. долл. По их итогам, доходность 3-месячных **T-Bills** выросла на 30бп до 1.10%.

EMERGING MARKETS ВСЕ ЕЩЕ В НОКДАУНЕ

Несмотря на формальный рост аппетита к риску (на что указывают отдельные индикаторы, например, **VIX**, снизившийся вчера на 18бп), инвесторы продолжают вывод средств из активов развивающихся стран. Не помогает даже подорожавшая вчера в преддверии заседания ОПЕК нефть (**Brent** 72 долл., +2.43 долл.). Спрэд **EMBI+** вчера расширился еще на 17бп до 646бп. Выпуск **RUSSIA 30** (УТМ 10.31%) незначительно снизился в цене, спрэд к **UST** расширился до 645-650бп (+10бп). Спрэд по **5-летним CDS** установил новый рекорд - 791бп (+20бп). В корпоративном сегменте без изменений: низкая ликвидность и снижение котировок на фоне практически полного отсутствия спроса.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

НОВЫЕ ПРАВИЛА ИГРЫ ПРИВЕЛИ К ВОЛАТИЛЬНОСТИ НА ДЕНЕЖНОМ И ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

Почти весь вчерашний день основное внимание участников российского финансового рынка было приковано к событиям, происходившим на денежном и валютном рынках. Введение **Центробанком** ограничений по валютному свопу (лимит вчера составил 50 млрд. рублей; сегодня – 35 млрд.) привело к тому, что своп-разница по этим операциям доходила до 3 копеек (эквивалент порядка 50% в рублях) и это незамедлительно отразилось на ставках **overnight** (доходили до 20%). Стоимость бивалютной корзины на этом фоне за короткое время опустилась ниже 30 рублей, где, по оценкам наших дилеров, **ЦБ купил** порядка 100 млн. долл.

Ситуация немного разрядилась после проведения 5-недельного беззалогового аукциона. Банки заняли у регулятора огромную сумму – 387.7 млрд. рублей под 9.89%, что составляет около 66% от вчерашней суммы корсчетов и депозитов банков в **ЦБ**. По данным биржи, приняли участие 84 кредитные организации (насколько мы знаем, технически к аукциону смогли подготовиться не все банки, которые хотели поучаствовать). Кроме того, в рамках операций **прямого репо** банки заняли 235.6 млрд. рублей (+9.76 млрд. рублей).

И хотя часть прибывшей ликвидности была «съедена» налоговыми выплатами (уплата части НДС могла «откачать» порядка 180 млрд. рублей), ставки денежного рынка быстро опустились до 8-10%. Более того, вероятно, некоторые участники рынка вновь начали покупать валюту, так как стоимость бивалютной корзины выросла к концу дня до 30.38 рублей (с 30.00 в начале дня). По мере ослабления рубля возобновился и рост ставок **МБК**.

Мы бы также хотели заметить, что, скорее всего, на аукционе **ЦБ** основной спрос обеспечили банки, которым недоступны бюджетные средства, так как вряд ли топ-30 занимали бы под 9.89%, зная, что сегодня **Минфин** предоставит 400 млрд. рублей на те же 5 недель, но дешевле (ставка на предыдущем аукционе составила 8.44%). Кстати, скорее всего, сегодняшний бюджетный аукцион будет пользоваться спросом, так как завтра банки должны вернуть **Минфину** 150 млрд. рублей, привлеченных ранее.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ: ИНТЕРЕСНОГО МАЛО

Рублевый долговой рынок продолжает жить своей низколиквидной жизнью. Во второй половине дня появились осторожные «биды» в коротких выпусках преимущественно **1-го эшелона**, благодаря чему котировки облигаций **ВТБ-6** (УТР 17.97%), **ВТБ-Лизинг-2** (УТР 18.34%), **РСХБ-7** (УТР 17.60%) подтянулись вверх примерно на 30-60бп. В остальном же ситуация кардинальным образом не меняется: продавцы доминируют на рынке, а цены по широкому спектру бумаг постепенно сползают вниз.

Сегодня любопытным событием будет размещение выпуска **АК БАРС-4** (5 млрд. рублей, 1.5-годовая оферта). Очевидно, что речь идет о нерыночной сделке.

УРСА Банк (ВаЗ/В+): нейтральные результаты за 1-е полугодие 2008 г.

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

УРСА Банк вчера опубликовал отчетность за январь-июль 2008 г. по МСФО. Конечно, в ней еще не нашли отражения последствия драматичных событий, произошедших на финансовых рынках и в банковской системе в августе-сентябре. Вместе с тем, отчетность дает достаточно четкое представление о том, в каком состоянии банк подошел к пику (будем надеяться, что не локальному) кризиса.

Итак, в первом полугодии 2008 г. ссудный портфель УРСА банка сократился на 3% по сравнению с началом года, что, в принципе, является общей тенденцией для всех розничных банков. Более резкое сокращение портфеля по сравнению с 1-м кварталом 2008 г. (-9.5%) объясняется скорее не снижением физического объема операций, а перегруппировкой отдельных статей баланса. Так, операции репо, ранее учитываемые в выданных кредитах, в отчетности за 1-е полугодие 2008 г. были выделены отдельной статьей.

Совокупные активы за отчетный период увеличились на 15%, превысив 190 млрд. руб. Это было спровоцировано как увеличением объема портфеля ценных бумаг на балансе (11.9 млрд. руб. против 5.8 на начало года), так и ростом объема проводимых операций репо (20.2 млрд. руб. размещено под залог ценных бумаг). В текущей рыночной ситуации нас несколько настораживает столь значительная вовлеченность банка в эти операции, т.к. до сих пор далеко не все участники рынка в срок и в полном объеме выполняют обязательства по репо.

Что же касается ссудной задолженности, то банк постепенно сокращает долю корпоративных кредитов (-7.6% к 2007), оставляя розничную часть портфеля практически без изменения. Качество активов несколько ухудшилось: доля просрочки свыше 90 дней достигла 5.1% против 4.1% на начало года. Уровень резервирования, напротив, немного снизился – 4.4% против 4.5% на начало года. Это несколько странно, во всяком случае, на первый взгляд.

Что касается пассивной части баланса, то мы положительных можно выделить рост клиентских счетов на 16% по сравнению с началом года (62.8 млрд. руб.). Их основу (64%) составляют средства физических лиц. Надеемся, что во 2-м полугодии банку удастся сохранить или даже укрепить депозитную базу.

Показатель адекватности капитала ТСАР снизился, (16.4% против 18.3% на начало года), но, тем не менее, остается высоким. Профиль рефинансирования банка до конца 2008 г. выглядит «гладко»: УРСА необходимо погасить только один займ объемом 1.5 млрд. руб. При этом, объем свободных денежных средств на балансе составляет 14.9 млрд. руб. (7.8% совокупных активов).

Чистая прибыль УРСА банка в первом полугодии 2008 г. составила 2.3 млрд. руб., увеличившись на 64% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатели рентабельности несколько ухудшились, но все еще находятся на весьма приемлемом уровне: чистая процентная маржа снизилась до 9% против 9.9% на начало года.

Мы сохраняем конструктивный взгляд на кредитный профиль УРСА банка и не сомневаемся, что, несмотря на возможные трудности, он сохранит высокий уровень кредитоспособности в ходе текущего кризиса.

Основные финансовые показатели УРСА банка, МСФО

млн. руб.	2006 г.	6М 2007 г.	9М 2007 г.	2007 П	1П 2008 г.
Процентные доходы	7 593	8 384	14 258	21 531	12 813
Процентные расходы	3 550	4 015	6 568	9 286	5 846
Чистый процентный доход	4 043	4 369	7 690	12 245	6 967
Чистый комиссионный доход	1 997	1 074	1 618	2 189	1 589
Операционные расходы	1 535	1 188	2 151	3 196	1 833
Чистая прибыль/убыток	1 464	1 434	2 366	3 832	2 315
Собственный капитал	15 021	26 414	27 346	28 822	30 252
Ссудный портфель	67 106	97 002	128 957	127 022	123 236
Активы	111 611	143 723	165 595	166 056	190 907
Основные коэффициенты					
Чистая процентная маржа	10.1%	8.3%	8.5%	9.9%	9.0%

Рентабельность собственного капитала	29.9%	31.7%	14.9%	17.5%	15.7%
Рентабельность активов	2.7%	2.5%	2.3%	2.8%	2.6%
Cost/Income ratio	49.5%	50.5%	60.8%	44.8%	42%
Достаточность собственного капитала	15.1%	19.6%	16.5%*	18.3%	16.4%

Источник: УРСА банк, оценка МДМ-Банка, *- Капитал /Активы

КОС (NR/B-/B-) сообщил о снижении рентабельности по МСФО в 1-м полугодии

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

Вчера Казаньоргсинтез опубликовал пресс-релиз о финансовых результатах по итогам 1-го полугодия 2008 г. по МСФО (саму отчетность мы не нашли). В своих комментариях компания частично ответила на вопросы о причинах резкого снижения рентабельности, которые возникли у нас при анализе промежуточной отчетности по РСБУ (русская и международная отчетности не сильно отличаются в случае с КОСом). Тем более, что мы не заметили аналогичного ухудшения показателей эффективности в других российских нефтехимических компаниях (НКНХ, Куйбышевазот).

Итак, вот что пишет КОС: «резкий рост тарифов на энергетику и увеличение по сравнению с первым полугодием доли давальческой переработки этана существенно повлияли на прибыль от продаж и чистую прибыль за период. Существенное влияние на величину прибыли оказали также затраты, связанные с новыми производствами – увеличение амортизации по новым и модернизированным мощностям; затраты, связанные с пуско-наладочными работами, которые в последствии будут компенсированы при выходе новых производств на полную мощность, а также прекращение капитализации процентов в связи с пуском новых производств в эксплуатацию».

Схемы и принципы, по которым определяются цены на сырье и отпускную продукцию для КОСа, на наш взгляд, весьма непрозрачны. Это, а также амбициозные инвестиционные аппетиты компании (и основного акционера - ТАИФ) представляют собой ключевые риски для кредиторов.

Напомним, что весной КОС согласовал со своими кредиторами изменение ковенанты выпуска еврооблигаций, ограничивавшей показатель «Долг/ЕБИТДА», с 4х до 6х на период до 30 июня 2009 г. С учетом того, что итоги 1-го полугодия оказались весьма слабыми, и новый уровень уже отнюдь не выглядит для КОСа «недостижимым». Мы рекомендуем инвесторам воздержаться от увеличения позиций в длинных еврооблигациях KZOSRU 11 ($\approx 20-25\%$).

АК АЛРОСА (Ba2/BB) сокращает поставки алмазов

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

АК АЛРОСА приняла решение сократить поставки алмазов на 30% для поддержания мировых цен (на продукцию). Кроме того, компания столкнулась с требованием банков пересмотреть условия краткосрочного кредита на 350 млн. долл. с погашением в феврале 2009 г.

Сокращение поставок наверняка приведет к падению выручки АЛРОСА, снижению операционного денежного потока и росту долговой нагрузки. Пересмотр условий кредита тоже не является хорошей новостью. В то же время, у нас нет сомнений в кредитоспособности АЛРОСА. Это достаточно крепкая компания (Чистый долг/ЕБИТДА около 2х на начало 2008 г.), которая может рассчитывать на поддержку государства. В крайнем случае, компания сможет рефинансировать свои долги в российских госбанках.

Котировки еврооблигаций ALROSA 14 (16%) за последние два месяца упали почти на 30пп, а доходность выросла на 7-8пп. На наш взгляд, это связано не только с ухудшением конъюнктуры на рынке облигаций.

До резкого снижения котировки «учитывали» все хорошие новости об АК АЛРОСА, в т.ч. федерализацию компании, которая должна завершиться в 2008 г. В то же время, в ценах не были отражены «плохие новости»: переход компании к дорогой подземной добыче, ослабление спроса на алмазы из-за финансового и экономического кризиса (США – основной «потребитель» бриллиантов) и рост риска нового предложения долга от АЛРОСА. На текущих уровнях мы нейтрально относимся к выпуску ALROSA 14.



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 разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.