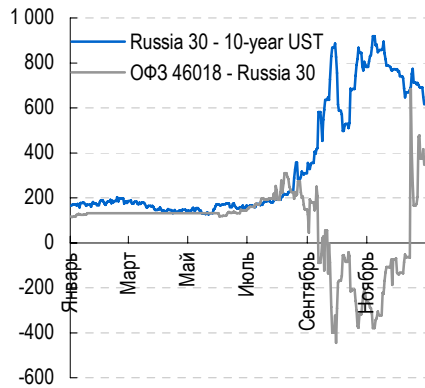
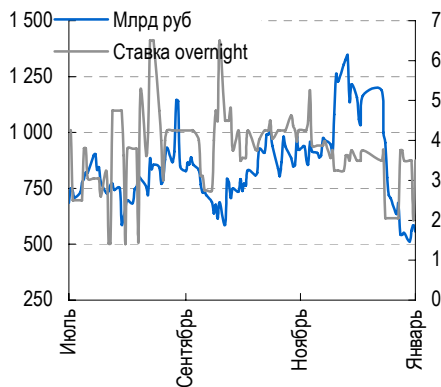


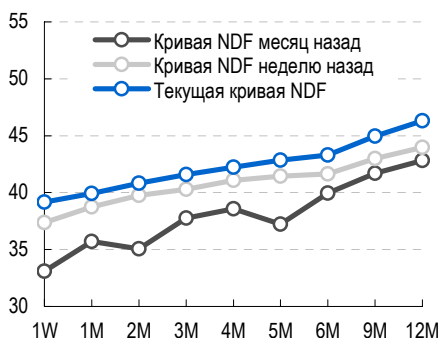
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

29 янв	Заказы на товары длит. пользования (США)
29 янв	Статистика по продажам новостроек (США)
30 янв	Данные по ВВП США за 4-й квартал
30 янв	Индекс уверенности потребителей (США)
2 фев	Доходы/расходы домохозяйств (США)
2 фев	Индекс производственной активности ISM
4 фев	Данные по продажам автомобилей (США)
6 фев	Цифры по рынку труда (США)

### Рынок еврооблигаций

- FED пока не будет выкупать US Treasuries; план Обамы одобрен
- Ралли в Emerging Markets продолжается, в лидерах бумаги ТМК (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Дефицит ликвидности смягчился, рубль начал сдавать позиции
- ЦБ расширяет возможности для рефинансирования (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Moody's изменило прогноз рейтинга группы Н-Транс (Ва3, бывшая Северстальтранс), со «Стабильного» на «Негативный». На наш взгляд, инвесторам стоит обратить внимание на комментарии Moody's и на высокодоходный выпуск кредитных нот компании (стр. 4).
- Представитель группы СОК (NR) вошел в менеджмент компании Лада-Сервис. Это назначение может служить косвенным подтверждением начала сделки по «обмену» ИжАвто на принадлежащего АвтоВАЗу дилера (Источник: Коммерсантъ). За последнюю неделю котировки выпуска ИжАвто-2 заметно выросли (с 45% до 60% от номинала), что отражает возросшую уверенность инвесторов в благополучном переходе ИжАвто под контроль АвтоВАЗа и исполнении ижевским заводом своих обязательств по облигациям.
- Розничная сеть X5 Retail Group (B1/BB-) проявляет интерес к покупке Копейки (ССС+). Сделка может быть профинансирована банком ВТБ. Конкретных договоренностей о сделке пока нет. (Источник: Коммерсантъ). На наш взгляд, в случае поглощения Копейки сетью X5 произойдет конвергенция рисков двух сетей. Для кредиторов X5 сделка была бы скорее негативна, а для кредиторов Копейки – позитивна. Тем не менее, мы не думаем, что облигации этих компаний как-либо отреагируют на новости.
- ВымпелКом (Ba2/BB+) сможет выполнить все обязательства по долговым выплатам в 2009 году (1.9 млрд. долл.), даже если не будет прибегать к рефинансированию. Так считает президент компании А.Изосимов (Источник: RBC Daily). На наш взгляд, кредитный профиль ВымпелКома пока выглядит достаточно крепко. Однако дальнейшее ослабление рубля и возможные дивидендные выплаты могут привести к его ослаблению.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.67	+0.14	+0.57	+0.46
EMBI+ Spread, бп	634	-24	-58	+395
EMBI+ Russia Spread, бп	565	-52	-179	+418
Russia 30 Yield, %	8.31	-0.38	-1.49	-1.54
ОФЗ 46018 Yield, %	12.15	0	+3.04	+3.70
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	467.3	-34.4	-391.8	-401.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	89.4	+5.9	-109.9	-25.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-833.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	17.67	-7.50	-	-
RUR/Бивалютная корзина	0.00	0	-34.81	-34.37
Нефть (брент), USD/барр.	44.9	+1.2	+4.4	-0.7
Индекс РТС	546	-1	-97	-86

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *FED ПОКА НЕ БУДЕТ ВЫКУПАТЬ US TREASURIES; ПЛАН ОБАМЫ ОДОБРЕН*

Центральным событием вчерашнего дня стало заседание **ФРС**, по итогам которого диапазон для ставки **FED RATE** остался неизменным (0-0.25%). Само решение оставить сохранить ставки на прежнем уровне вряд ли для кого-то оказалось сюрпризом, поэтому все внимание инвесторов было обращено на опубликованные комментарии **ФРС**.

В тексте пресс-релиза регуляторы отмечают, что со времени декабрьского заседания экономический климат в стране продолжил портиться ввиду снижения инвестиционной и потребительской активности, а также ухудшения условий в мировой торговле. Слов «угроза дефляции» в тексте нет, однако по-иному интерпретировать фразу “the Committee sees some risk that inflation could persist for a time below rates that best foster economic growth and price stability in the longer term” довольно трудно.

Также в пресс-релизе отмечается некоторое улучшение обстановки на финансовых рынках на фоне гигантских вливаний ликвидности и усилий по поддержке финансовых институтов, однако говорится также, что в остальных секторах дела по-прежнему обстоят не лучшим образом. В связи с этим, **ФРС** продолжит в полной мере использование уже существующих инструментов (в частности, речь идет о скупке ипотечных и агентских долгов, реализации различных программ типа **TALF** и т.д.).

Весьма аккуратно в пресс-релизе затронута тема интервенций на рынке **US Treasuries**: члены **Комитета** не исключают такой опции при определенных условиях. Кстати, обретший в этом году «официальный голос» глава ричмондского отделения **ФРС Джеффри Лакер** голосовал за то, что пора уже приступить к покупке **US Treasuries** (его, правда, никто не поддержал).

По итогам дня индекс **Dow Jones** прибавил впечатляющие 2.46%. Сохранению оптимизма инвесторов способствовало известие о том, что **Сенат** утвердил «план Обамы». Также неплохие отчеты опубликовали **Yahoo**, **Sun Microsystems** и **SAP**. А главы **ФРС Б.Бернанке** направил одному из конгрессменов письмо, в котором речь идет о возможности списания части «плохих» ипотечных кредитов, оказавшихся, по сути, на балансе **ФРС**, в целях облегчения нагрузки на домохозяйства. Помимо этого, рынки, насколько мы понимаем, еще отыгрывают идею о создании «плохого банка» (см. вчерашний комментарий **Н.Кашеева**), так как акции финансовых компаний сейчас демонстрируют динамику «лучше рынка».

На этом фоне доходности **US Treasuries** вчера выросли вдоль всей кривой: **10-летние ноты** завершили день на отметке 2.67% (+146п). Возможно, инвесторы ждали, что **FOMC** будет более «агрессивна» в вопросе о покупке **UST**.

### *РАМИ В EMERGING MARKETS ПРОДОЛЖАЕТСЯ*

Рост в еврооблигациях **Emerging Markets** вчера продолжился с новой силой: спрэд **EMBI+** сузился на 246п до 6346п. На этом фоне **Словении** удалось таки продать еврооблигации на 1 млрд. евро с погашением в 2012 году. Напомним, ранее министр экономики **Словении М.Лаховник** заявлял, что страна рискует столкнуться с «кризисом ликвидности» в марте, когда предстоит погашение внешнего займа на 400 млн. евро, если не разместит новый заем в целях рефинансирования.

И вновь покупатели в российском сегменте были весьма агрессивны: цена **RUSSIA 30** (YTM 8.31%) вчера выросла примерно на 2пп до 95.5пп, спрэд к **UST** сузился на 516п до 5646п. В корпоративном секторе росли котировки облигаций «всех дюраций»: в среднем цены подросли на 2-3пп. «Чемпионом дня» стали бумаги **ТМК**: выпуск с погашением в 2009 году подорожал примерно на 5пп, более длинный (2011 год) прибавил около 10пп (на новостях о кредитах **Газпромбанка**). Насколько мы понимаем, помимо общего увеличения интереса к бондам **EM** на фоне роста рынков акций, покупкам в российском сегменте способствует вновь начавшееся ослабление рубля по отношению к бивалютной корзине.

## Рынок рублевых облигаций

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

### *ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ СМЯГЧИЛСЯ, РУБЛЬ НАЧАЛ СДАВАТЬ ПОЗИЦИИ*

С самого утра ставки **overnight** начали вчера снижаться, опустившись примерно до 15%. Конечно же, это еще довольно высокий уровень, однако сама тенденция, на наш взгляд, свидетельствует о том, что дефицит рублевой ликвидности стал менее острым. Этот тезис также подтверждают вчерашние итоги аукционов **прямого репо** с ЦБ: банки привлекли порядка 550.3 млрд. рублей (-67.4 млрд. рублей). Ввиду того, что вчера закончился налоговый период, можно ожидать дальнейшего улучшения ситуации в плане рублевой ликвидности.

На валютном рынке рубль начал более интенсивно сдавать позиции. К концу дня стоимость корзины дошла до отметки 38.75 рублей. Причем **ЦБ** вынужден был вмешаться в ход торгов: по нашим оценкам, вчера регулятор продал около 800 млн. долл. Когда мы пишем эти строки, бивалютная корзина подорожала уже до 39.40. Интересно, что вчера глава **ВТБ А. Костин** в интервью телеканалу **Вести** сказал, что не видит оснований для укрепления рубля в ближайшие 1-2 года.

### *ЦБ РАСШИРЯЕТ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ*

Вчера **Центробанк** представил два нововведения, касающихся инструментов рефинансирования:

- теперь кредиты **ЦБ** можно привлекать под залог векселей и кредитов компаний малого бизнеса (номиналом не менее 2 млн. рублей);
- в **Ломбардный список** будут включаться ипотечные облигации, обеспеченные гарантией **АИЖК** (ранее требовалось наличие госгарантии либо наличие рейтинга на уровне ВВ/Ba2).

### *ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК*

С улучшением ситуации в плане ликвидности и несмотря на ослабление рубля, на долговом рынке вчера заметно оживились покупатели. Наибольшим спросом пользовались качественные выпуски **2-го эшелона**: **Вымпелком-1** (УТР 21.96%, +936п), **ТМК-3** (УТР 30.04% +866п), **Русфинанс банк-4** (УТМ 41.69%, +606п), **Русский стандарт-7** (УТР 54.57%, +416п) и т.д. Также заметный интерес участники рынка проявили к облигациям **Московской области**: выпуск **8-й серии** (УТМ 32.64%) подорожал вчера примерно на 3-4пп.

Компания **ТГК-10** вчера заявила о том, что намерена выкупить весь 2-й выпуск облигаций по оферте (вторая декада февраля), ввиду чего его котировки **ТГК-10-1** (УТР 24.35%) подросли вчера примерно на 30бп.

## Moody's изменило прогноз рейтинга группы Н-Транс (ВаЗ) на «Негативный»

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

В конце декабря Moody's изменило прогноз рейтинга группы Н-Транс (ВаЗ, бывшая Северстальтранс) со «Стабильного» на «Негативный». Мы считаем комментарий Moody's ценным по двум причинам. Во-первых, у Н-Транса есть достаточно интересный долларový выпуск CLN, который сейчас торгуется с доходностью более 100% годовых к оферте в июне 2009 г. (Bloomberg ticker TSPINV). Во-вторых, Н-Транс публично не раскрывает свою отчетность, поэтому мнение Moody's – один из немногих достоверных источников информации о «кредитном здоровье» Н-Транса.

Напомним, что Н-Транс представляет собой крупнейшую в СНГ частную транспортную группу, основные активы которой сконцентрированы в двух сегментах: ж/д перевозки (преимущественно консолидированы в субхолдинге GlobalTrans) и портовые услуги (объединены в субхолдинг GlobalPorts, в основном контейнерные терминалы). По нашим оценкам, годовая выручка группы составляет не менее 2 млрд. долл. (скорее ближе к 2.5 млрд. долл.).

Итак, вот о чем пишет Moody's:

- Причина изменения прогноза рейтинга – ухудшение бизнес-среды и доступа к финансированию, которое может привести к снижению операционного денежного потока и ослаблению профиля ликвидности. В целом же Moody's достаточно конструктивно оценивает кредитный профиль Н-Транса.
- По оценке рейтингового агентства, Н-Транс сохранит сильные рыночные позиции и останется одним из наиболее «желанных» перевозчиков для российских корпораций, а снижение объемов перевозок не будет драматичным.
- В части финансового профиля Moody's пишет об умеренной долговой нагрузке (Долг/ЕБИТДА  $\approx$  2x) и определенных опасениях относительно краткосрочной ликвидности (короткий долг в размере 514 млн. долл. против 200 млн. долл. денежных средств и небольшого объема подтвержденных кредитных линий), а также валютном риске. Рейтинговое агентство отмечает гибкость компании в части инвестиций и готовность акционеров в случае необходимости сократить дивидендные выплаты. В конце 2008 г. Н-Транс выплатил крупные дивиденды, «передав» акционерам средства от IPO Globaltrans и продажи некоторых непрофильных активов.

Вот что мы хотели бы сказать по поводу Н-Транса и облигаций TSPINV 10\_09. На наш взгляд, бумага действительно весьма интересна. Кстати, напомним, что это тот редкий случай, когда выпуск обеспечен. В данном случае – активами крупного контейнерного терминала Петролеспорт. Однако, прежде чем приобретать ноты, мы бы рекомендовали инвесторам связаться с компанией и уточнить перспективы рефинансирования долгов. Поводы для беспокойства, на наш взгляд, следующие: 1) низкие котировки TSPINV (около 60-70% от номинала) подразумевают серьезные опасения инвесторов по поводу возможного дефолта/реструктуризации; 2) капитализация Globaltrans упала примерно в 15 раз (у похожей компании FESCO падение гораздо менее масштабное) и 3) мы не очень четко представляем себе ситуацию с долговой нагрузкой на уровне акционеров. Напомним, что в 2007 г. менеджмент Н-Транса выкупил долю партнера – владельца Северстали А.Мордашова. Насколько мы понимаем, интенсивные дивидендные выплаты Н-Транса по крайней мере отчасти могут быть связаны с потребностью акционеров обслуживать долги, привлеченные для финансирования сделки с г-ном Мордашовым.



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.